

## **Main trends and challenges in the development of the capital market in Bulgaria**

### **Основни тенденции и предизвикателства в развитието на капиталовия пазар в България**

Процесите на глобализация на финансовите пазари оказват съществено влияние върху българската икономика, в т. ч. и върху състоянието и тенденциите в развитието на капиталовия пазар. Ключова роля има присъединяването на страната към ЕС и процесът на хармонизация на българското законодателство с европейското в областта на капиталовите пазари. От друга страна, световната финансова и икономическа криза от 2007-2009 г. и негативните последици върху българската икономика, доведоха до влошаване на макроикономическата среда и на борсовите показатели, както и до загуба на доверието в капиталовия пазар<sup>1</sup>.

Тенденциите в развитието на българския капиталов пазар се обуславят от влиянието на множество фактори - икономически, политически, законодателни и институционални. Съществено значение имат макроикономическата и регулаторна среда, подобряването на законодателството в областта на капиталовите пазари и ролята на държавата и институциите на капиталовия пазар за предприемане на стратегически мерки за неговото възстановяване и развитие.

В хронологичен порядък в периода 2007-2016 г. определящо влияние за формирането на закономерностите на капиталовия пазар оказват:

✓ Стабилната макроикономическата среда в страната в периода 2005-2007 г.;

✓ Присъединяването на България към ЕС в началото на 2007 г. и процесите на хармонизация на законодателството в областта на капиталовите пазари;

✓ Пълноправното членство на „Българска фондова борса-София“ (БФБ) във Федерацията на европейските фондови борси (Federation of European Securities Exchanges, FESE) от юни, 2007 г.;

✓ Световната финансова и икономическа криза от 2007-2009 г.;

✓ Въвеждането от БФБ през 2008 г. на търговската платформа Xetra®, разработена от Дойче Бьорзе;

✓ Придобиването на публичен статут на БФБ от 2010 г.;

✓ Създадената в началото на 2011 г. нова обобщоевропейска рамка за надзор над финансовите институции и пазари (European System of Financial Supervision, ESFS, ЕСФН) и членството на българския регулатор в новите органи за надзор – Европейски орган за ценни книжа и пазари, и Европейски орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване.

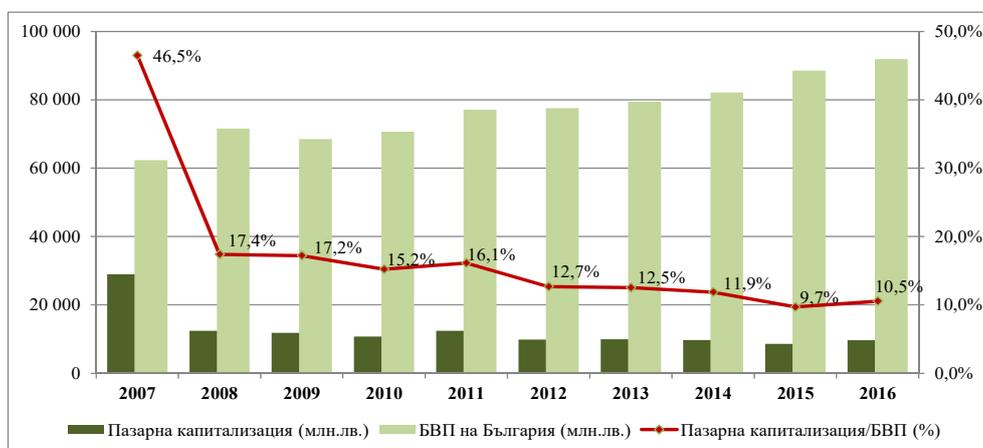
Целта на настоящото проучване е да се представят основните тенденции в развитието на българския капиталов пазар в периода 2007-2016 г. и да се разкрие влиянието на факторите, които формират закономерностите на пазара.

<sup>1</sup> 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, с. 57-104.

Изследването на степента на развитие на капиталовия пазар в България и на формираните тенденции в периода 2007-2016 г. се извършва на база анализа на няколко основни борсови показатели - пазарна капитализация и дял на пазарната капитализация от brutния вътрешен продукт (БВП) на страната, борсови индекси, годишен оборот, дълбочина на финансово посредничество. В разработката ще бъде направен и сравнителен анализ на борсовите показатели с тези на някои страни от Централна и Източна Европа, както и ще бъдат представени предизвикателствата и перспективите пред развитието на българския капиталов пазар.

#### • Пазарна капитализация и дял на пазарната капитализация от БВП на страната

Един от основните показатели за състоянието и ефективността на капиталовия пазар е равнището на пазарната капитализация. Българският капиталов пазар се характеризира с ниска и намаляваща пазарна капитализация. Катализатор за развитието на пазара в периода 2005-2007 г. бе процесът на приватизация на 35% от Българската телекомуникационна компания (БТК) чрез борсата през 2005 г. Този процес беше последван от ръст на първични публични предлагания (Initial Public Offerings, IPOs) на големи компании през следващите две години<sup>2</sup>. След достигнатите в края на 2007 г. върхови нива на пазарна капитализация от 28,9 млрд. лв. и отчетен годишен ръст от 89% спрямо 2006 г., както и 46,5% дял на пазарната капитализация от БВП, в периода 2008-2016 г. е налице трайна тенденция на намаляване на пазарните показатели (вж. фиг. 1).



**Фиг. 1. Динамика на пазарната капитализация на БФБ-София за периода 2007-2016 г. (в млн. лв. и в % от БВП)**

Източник: БФБ-София, БНБ

От върховете нива през 2007 г. равнището на пазарната капитализация и нейният дял от БВП намаляват съответно с 67% и с 36 пр. пункта и в края на 2016 г. достигат 9,7 млрд. лв. и 10,5% от БВП. За целия анализиран десетгодишен период най-съществен е спадът на пазарната капитализация в края на 2008 г., когато негативните ефекти от световната финансова и икономическа криза започват да се проявяват. В края на 2008 г. капитализацията на борсата на годишна база намалява с 57%, а делът ѝ достига 17,4%. Основните

<sup>2</sup> По данни на БФБ през 2007 г. е отчетен рекорден брой от 11 осъществени IPOs в страната

причини за негативните тенденции в равнището на пазарната капитализация на българския капиталов пазар са последиците от световната финансова и икономическа криза, свързани с оттеглянето на чуждестранните институционални инвеститори, спадът на цените на акциите и делистванията на публичните компании. В резултат на задълбочаване и разширяване на кризата, икономическата активност в страната намалява и през следващата 2009 г., БВП отчита най-голям спад от 5%<sup>3</sup>.

В края на 2008 г. най-силно бе засегнат „Официален пазар А“, чиято пазарна капитализация на годишна база намалява с 80%, докато на „Официален пазар В“ понижението бе 57%. Отчетеният спад в капитализацията на Неофициалните пазари възлиза на 64%<sup>4</sup>. За периода 2009-2011 г. пазарната капитализация нараства абсолютно с 640 млн. лв., а относително - се отчита намаление с 10 пр. пункта.

Негативната тенденция в динамиката на пазарната капитализация продължава и през периода 2012-2015 г. От таблица 1 е видно, че това се дължи на спада както в капитализацията на Основен пазар, така и на Алтернативен пазар<sup>5</sup>. Капитализацията на Основен пазар намалява съответно със 188 млн. лв. и достига 7,3 млрд. лв. (или 85% дял от общата пазарна капитализация) в края на 2015 г. Отчетеният спад на капитализацията на Алтернативен пазар е с 1,05 млрд. лв. и възлиза на 1,3 млрд. лв. в края на 2015 г.

**Таблица 1. Пазарна капитализация на БФБ по сегменти за периода 2012-2016 г. (в млн. лв. и в %)**

	2012		2013		2014		2015		2016	
	в млн. лв.	в %	в млн. лв.	в %	в млн. лв.	в %	в млн. лв.	в %	в млн. лв.	в %
Сегмент акции Premium (Основен пазар)	971	10	1 543	15	1 683	17	1 240	14	1 720	18
Сегмент акции Standard (Основен пазар)	6 068	62	5 699	57	5 406	55	5 544	65	5 767	60
Сегмент за ДСИЦ (Основен пазар)	471	5	516	5	565	6	538	6	579	6
Сегмент акции (Алтернативен пазар)	1 074	11	1 060	11	1 086	11	929	11	1 257	12
Сегмент за ДСИЦ (Алтернативен пазар)	1 244	13	1 144	12	1 017	11	337	4	361	4
<b>ОБЩО:</b>	<b>9 828</b>	<b>100,0</b>	<b>9 962</b>	<b>100</b>	<b>9 757</b>	<b>100</b>	<b>8 588</b>	<b>100</b>	<b>9 683</b>	<b>100</b>

*Източник: БФБ-София и собствени изчисления*

В структурно отношение, според данните на БФБ, за периода 2012-2016 г. нараства дялът на пазарната капитализация на сегмент акции Premium (Основен пазар) от 10% на 18%, за сметка на намаляване дялът на пазарната капитализация на сегмент за дружествата със специална инвестиционна цел (Алтернативен пазар) от 13% на 4% (вж. фиг. 2).

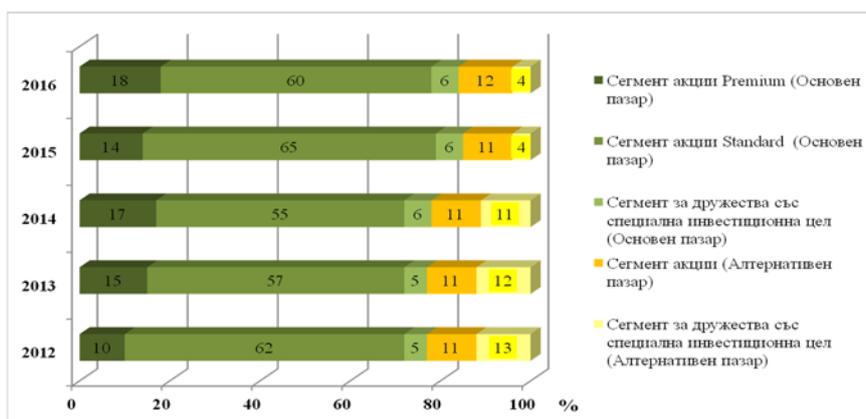
Най-ниски нива на показателите за пазарна капитализация за разглеждания десетгодишен период се отчитат през 2015 г., когато капитализацията възлиза на 8,6 млрд. лева, а нейният дял от БВП е 9,70%. В края на 2016 г. пазарната капитализация на БФБ-София нараства на годишна база с 12,75% и достига 9,7 млрд. лв.

<sup>3</sup> БНБ, Годишен отчет 2009, стр. 11.

<sup>4</sup> Годишен отчет на КФН, 2008 г., стр. 85.

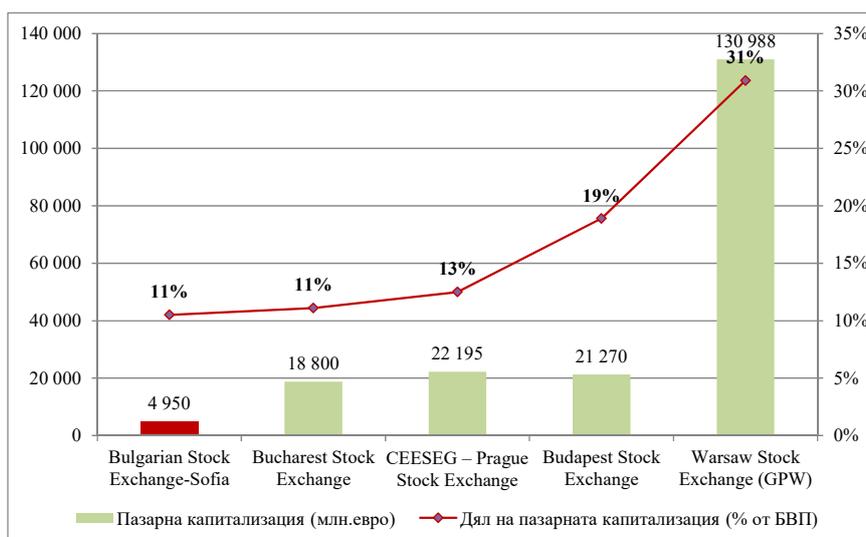
<sup>5</sup> Вж. Правилник на БФБ-София АД от 2012 г., Част III, Правила за допускане до търговия. С промени в Правилника на БФБ-София от 2012 г. влезе в сила нова сегментация на пазара, в резултат на което настоящия регулиран пазар остана Основен регулиран (Bulgarian Stock Exchange - BSE) и бе обособен Алтернативен пазар (Bulgarian Alternative Stock Exchange - BaSE), предназначен за търговия на нисколиквидни емисии. Основният пазар включва - сегмент акции Premium, сегмент акции Standard, сегмент за дружества със специална инвестиционна цел (ДСИЦ), сегмент за облигации, сегмент за компенсаторни инструменти, сегмент за борсово търгувани продукти, сегмент за права, сегмент за приватизация, сегмент за първично публично предлагане. Алтернативният пазар включва два сегмента - сегмент за акции и сегмент за ДСИЦ.

Сравнителният анализ на българския капиталов пазар с този на други страни от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) показва, че националният пазар се характеризира с ниска и намаляваща капитализация, независимо от конкурентните предимства на страната и благоприятните данъчни условия – плосък данък от 10%, нулева ставка при облагане на капиталовата печалба и 5% данък върху дивидентите. В периода след началото на световната финансова и икономическа криза (с изключение през 2011 г. когато се отчита слабо нарастване на дела до 16% от БВП), пазарната капитализация на БФБ формира трайна тенденция на намаляване.



**Фиг. 2. Структура на пазарната капитализация на БФБ-София по сегменти за периода 2012-2016 г.**

По данни на Федерацията на европейските фондови борси (FESE) към края на 2016 г. най-висок дял на пазарна капитализация от БВП сред развиващите се пазари от ЦИЕ има Полша (31%), която е лидер в региона със 131 млрд. евро пазарна капитализация (вж. фиг. 3). В развитите европейски държави този дял е между 60 и 100%, а в САЩ и Великобритания достига 120% от БВП.



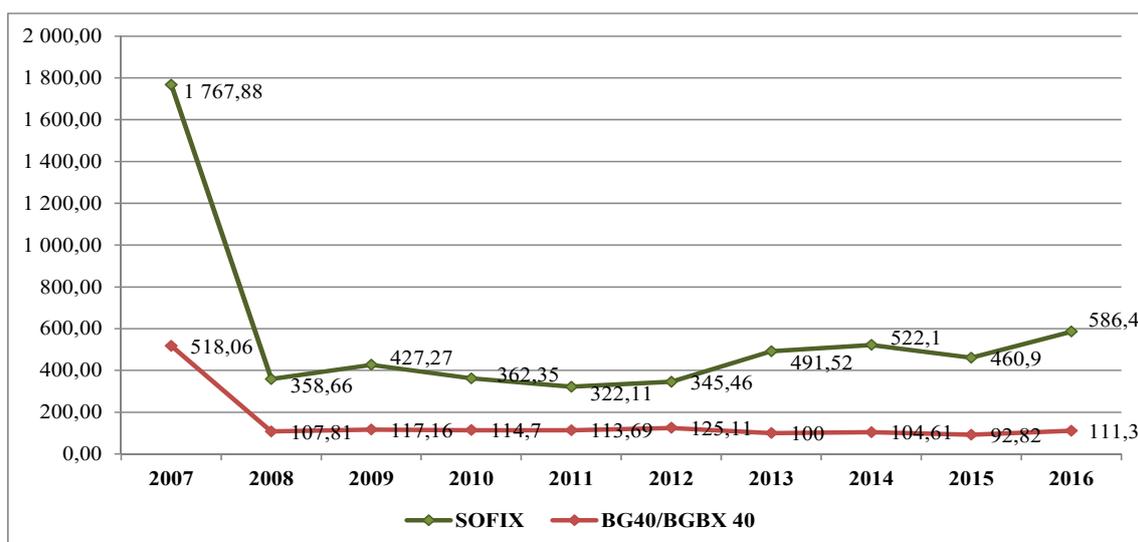
**Фиг. 3. Пазарна капитализация и годишен оборот в някои страни от ЦИЕ към края на 2016 г. (в млн. евро и в % от БВП)**

Източник: Federation of European Securities Exchanges, European Exchange report 2016

### • Борсови индекси

Реализираният висок и устойчив ръст на икономиката на България<sup>6</sup>, повишената инвестиционна активност в периода 2005-2007 г. и присъединяването на страната към ЕС, допринесоха за динамичното развитие на българския капиталов пазар и ръст на борсовите индекси до 2007 г. През октомври 2007 г. индексът на сините чипове SOFIX достигна своя връх от 1 952.4 пункта. С настъпването на световната финансова и икономическа криза, засегнала България в края на 2008 г., наблюдаваните положителни тенденции се преустановяват. Негативното отражение на кризата доведе до оттеглянето на чуждестранните инвеститори, намаляване на ликвидността и влошаване на борсовите показатели. След достигнатите в края на 2007 г. върхове равнища на основните борсови индекси на българския капиталов пазар SOFIX и BGBX40 от съответно 1 767.8 и 518.06 пункта, в края на 2008 г. те отчетоха рекордно намаление от близо 80% и достигнаха респективно 358,6 и 107,8 пункта. Стартиралите в края на 2007 г. нови индекси BGTR30 и секторният индекс BGREIT, в края на 2008 г. също регистрираха спад на годишна база от съответно 75% и 53%.

Динамиката на водещите индекси на българския капиталов пазар - SOFIX и BG40/BGBX40, за периода 2007-2016 г. е представена на Фигура 4.



Фиг. 4. Динамика на SOFIX и BG40/BGBX40 за периода 2007-2016 г.

Източник: БФБ-София

В края на 2009 г. индексите на БФБ отчитат слаб ръст. Независимо от регистрираното покачване и процес на „отлепяне“ от дъното, българският капиталов пазар изостава във възстановяването си спрямо пазарите в региона<sup>7</sup>. През следващите две години почти всички борсови измерители продължават да отчитат намаления, а през периода 2012-2014 г. основните борсови индекси регистрират слаб положителен тренд. През 2015 г. се наблюдава отново низходяща динамика и в края на декември 2015 г. и двата водещи индекса се

<sup>6</sup> По данни на БНБ, ръстът на БВП на страната през 2007 г. спрямо 2006 г. в реално отношение е 6,2%.

<sup>7</sup> SOFIX се покачва с 19%, което е най-ниско спрямо ръста на основните индекси на другите страни от региона. Основният борсов индекс на фондовите борси в Букурещ, Будапеща, Прага и Виена нараства съответно с 62%, 73%, 30% и 35%.

понижават спрямо 2014 г., като при SOFIX намалението е с 11,7%, а при BGBX40 – с 11,3%. През 2016 г. SOFIX и BGBX40 нарастват с 27% и 20%, достигайки съответно 586,4 и 111,30 пункта. Секторният индекс BGREIT нараства с 11,4% до 108,11 пункта, а стойността на BGTR30 се увеличава с 19,6% до 459,19 пункта<sup>8</sup>.

• **Годишен оборот на БФБ-София (ликвидност)**

Други важни показатели за активността на капиталовия пазар са - реализираният годишен оборот, броят на сключените сделки и на регистрираните нови емисии. Динамиката на българския капиталов пазар следва тенденциите на международните капиталови пазари. Положителните тенденции в икономическата активност на страната в периода 2005-2007 г., позитивните очаквания на инвеститорите и присъединяването към ЕС, доведоха до покачване на цените на акциите на повечето компании и увеличаване на търгуваните обороти на БФБ в периода до 2007 г.

След бума на капиталовия пазар през 2007 г., когато борсата постига най-високи резултати откакто съществува капиталов пазар в страната, в края на 2008 г. реализираният оборот на БФБ намалява със 70% спрямо равнището му през 2007 г. и от 9,6 млрд. лв. достига 2,9 млрд. лв. (вж. фиг. 5). Отчетеният сериозен спад в оборота е свързан с настъпването на световната финансова и икономическа криза, последвалото оттегляне на чуждестранните инвеститори от страната, намаляване активността на институционалните инвеститори и публичните дружества. През следващите години стагнацията на борсата продължава и чак през 2013 г. се наблюдава известно оживление на капиталовия пазар, когато оборотът на регулиран пазар нараства на годишна база със 76% и достига 1,5 млрд. лв. Като цяло за периода 2008-2016 г. се отчита спад от 53% в търговията на българския капиталов пазар. В края на 2016 г. оборотът на регулиран пазар възлиза на едва 416 млн. лв., а този на извънрегулиран пазар е 941 млн. лв. (вж. таблица 2).

**Таблица 2. Показатели за оборота на БФБ - София за периода 2007-2016 г.**

Показатели по години	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Оборот на регулиран пазар (в млн. лв.)	8 311	2 129	868	684	717	864	1 522	775	411	416
Оборот на извън регулиран пазар (в млн. лв.)	1 330	775	684	237	781	614	487	640	744	941
Брой регистрирани емисии	509	557	555	528	507	496	495	444	434	425
Брой нови емисии	81	78	50	36	30	41	34	20	18	23

Източник: БФБ-София

При съпоставяне на данните за годишния оборот на капиталовия пазар с тези на някои страни от ЦИЕ е видна значителната разлика в ликвидността. За сравнение, към края на 2016 г. годишният оборот, реализиран на борсата в Полша е 44 465 млн. евро, в Румъния – 2 075 млн. евро, в Чехия – 6 374 млн. евро, а в Унгария – 7 692 млн. евро.<sup>9</sup> Среднодневният оборот на българския капиталов пазар възлиза на 750 хил. евро, докато в Румъния той е 8 млн. евро, а в Полша – 200 млн. евро. Ниската ликвидност на българския капиталов пазар е сред основните бариери пред чуждестранните инвеститори.

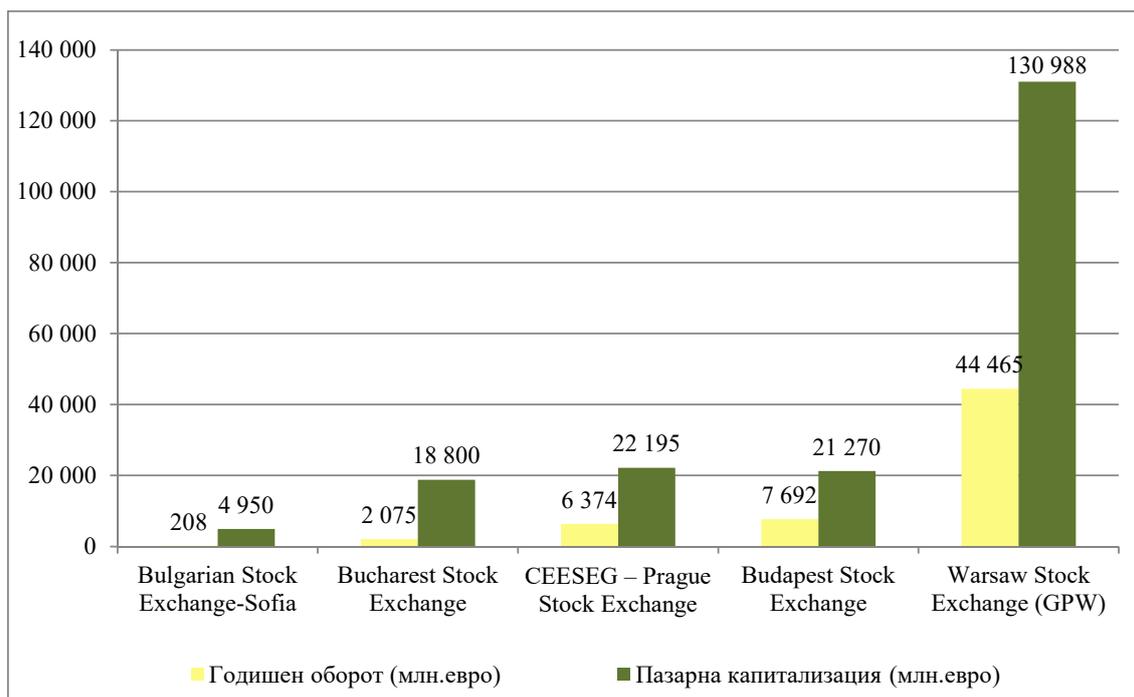
В структурно отношение, към края на 2016 г. в търговията на БФБ по сектори, с най-висок относителен дял е секторът „Финансови и застрахователни

<sup>8</sup> Годишен отчет на „БФБ – София“ АД за 2016 г., стр.19

<sup>9</sup> Вж. European Exchange Report, 2016, FESE

дейности“ (53%, с оборот 183 млн. лв.), следван от сектор „Преработваща промишленост“ (27%, с оборот 94 млн. лв.) и „Операции с недвижими имоти“ (9%, с оборот 31 млн. лв.)<sup>10</sup>.

Негативна тенденция се наблюдава и при показателите - брой на регистрираните емисии, брой на новите емисии и брой на сключените сделки. Докато в края на 2007 г. броят на емисиите финансови инструменти, допуснати до търговия на пазарите, организирани от БФБ-София е 509, то в периода 2008-2016 г. техният брой намалява с 24% или от 557 в края на 2008 г. на 425 в края на 2016 г. Намалението се дължи предимно на прекратяването на облигационните емисии поради погасяване на облигациите.



**Фиг. 5. Годишен оборот и пазарна капитализация в някои страни от ЦИЕ към края на 2016 г. (в млн. евро)**

*Източник:* Federation of European Securities Exchanges, European Exchange report 2016

По отношение на броя на новите емисии, след отчетения връх от 81 новорегистрирани емисии в края на 2007 г., се бележи спад и от 78 броя през 2008 г., в края на 2016 г. броят им е 23.

Новост на българския капиталов пазар е търговията на сегмента за структурирани продукти. През 2016 г. бе поставено началото на търговията с първия борсово търгуван фонд - Expat Bulgaria SOFIX UCITS (Exchange traded fund, ETF), чиято доходност следва тази на основния борсов индекс в страната - SOFIX. Предвижда се фондът да окаже положително влияние върху търговията и повиши интереса към българския капиталов пазар.

За активизирането на капиталовия пазар в страната и региона се очаква да допринесе и стартиралата през 2016 г. регионална иновационна платформа за търговия на ценни книжа See Link. Платформата обхваща пет борси от региона (борсите в София, Скопие, Белград, Любляна, Загреб) с капитализация над 38 млрд. евро.

<sup>10</sup> Годишен отчет на „БФБ – София“ АД за 2016 г., стр. 15.

### • Дълбочина на финансово посредничество

Стабилната макроикономическа среда в периода 2005-2007 г., усъвършенстването на нормативната рамка и въвеждането на европейските директиви в областта на капиталов пазар, доведоха до нарастване активността на участниците на небанковия финансов сектор - договорни фондове, пенсионни дружества, инвестиционни посредници. С регламентирането на договорните фондове, осъществено с промените в Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) от 2005 г. и с проведената пенсионна реформа се увеличи броят на институционалните инвеститори, както и размерът на управляваните от тях активи<sup>11</sup>.

В резултат на извършените реформи, към края на 2007 г. делът на небанковото финансово посредничество възлиза на 53% от БВП (вж. таблица 3). Броят на управляващите дружества достига 30, а стойността на управляваните от тях активи чрез 60-те броя договорни фондове възлиза на 900 млн. лв. Нараства и ролята на пенсионните фондове, които се превръщат в основен играч на пазара, с инвестиции в акции в размер на 664 млн. лв.

Динамичното развитие на пазара на недвижими имоти в страната и възходящата тенденция на развитие на капиталовия пазар до 2007 г. са основните предпоставки за възникването и развитието и на нови участници на капиталовия пазар – акционерните дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ). Към края на 2007 г. техният брой вече е 61<sup>12</sup>. АДСИЦ формират 6,14% от пазарната капитализация на БФБ – София, а акумулираните от тях активи достигат 1,3 млрд. лв.

**Таблица 3. Дълбочина на финансово посредничество за периода 2007-2016 г. (% от БВП)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Пазарна капитализация на БФБ-София	46,5	18,0	17,3	15,3	15,5	12,1	12,2	11,7	9,7	10,5
Активи на застрах. и здравноосигур. дружества*	2,5	3,8	4,2	2,4	3,8	3,9	4,0	4,2	4,3	4,3
Активи на пенсионни фондове	3,9	3,3	4,6	5,7	5,7	7,0	8,3	9,8	10,8	11,6
Небанков финансов сектор	52,9	25,1	26,1	23,4	25,0	23,0	25,0	25,7	25,0	26,4

\* Заб. От края на 2013 г. здравноосигурителни дружества не съществуват.

Източник: КФН, НСИ

След отчетения през 2007 г. значителен ръст в небанковия финансов сектор, глобалната финансова и икономическа криза доведе до влошаване на показателите, характеризиращи небанковата финансова сфера. В резултат на спадът в пазарната капитализация, дълбочината на финансово посредничество намалява значително - от 53% от БВП през 2007 г. на 25% в края на 2008 г. и запазва това си равнище до края на анализирания период.

В структурно отношение, от 2010 г. до 2015 г. нараства делът на активите на пенсионните фондове от 5,7% на 10,8% и те продължават да са най-големият институционален инвеститор сред небанковия финансов сектор, с акумулирани активи на стойност 9,6 млрд. лв.

<sup>11</sup> Асенова, М. Влияние на финансовата криза върху доверителното управление на ценни книжа от банките. В: „Икономиката и социалната политика на България в условията на съвременната глобална криза“, В. Търново, Горекспрес, София 2010, с. 85-91.

<sup>12</sup> КФН, Годишен отчет 2007 г., стр. 79



**Фиг. 6. Дълбочина на финансово посредничество за периода 2007-2016 г. (% от БВП)**

Източник: КФН, НСИ

На база извършения анализ на борсовите показатели може да бъде направен изводът, че основните проблеми на българският капиталов пазар са ниската ликвидност, липсата на достатъчно атрактивни финансови инструменти и компании за инвестиране, както и липса на интерес от стратегически инвеститори.

### Основни приоритети в развитието на капиталовия пазар в страната

Стъпка в посока активизиране на капиталовия пазар е обединяването на усилията на институциите, участниците на капиталовия пазар и държавата в създаване на Стратегия за неговото развитие за периода 2016-2019 г.<sup>13</sup>

Основните приоритети за развитието на капиталовия пазар в средносрочен план са - повишаване на пазарната капитализация чрез увеличаване набора на търгуваните финансови инструменти, привличане на чужди и местни инвеститори, усъвършенстване на нормативната база в областта на капиталовия пазар, както и повишаване на финансовата грамотност.

Сред конкретните мерки за стимулиране на пазара<sup>14</sup> се предвижда създаване на възможност за финансиране на публични предлагания на финансови инструменти, чрез оперативни програми и европейско финансиране. В Стратегията се предвижда също предоставянето на възможност за достъп на национални инвеститори и емитенти до инвеститори на външни пазари. Новост е и създаването на сегмент за търговия на малки и средни предприятия и стартиращи компании на борсата, при облекчени условия за листване. Тази мярка е на примера на Румъния и Полша, където има създадени такива сегменти на борсата<sup>15</sup>. Друго нововъведение в стратегията с цел повишаване на ликвидността е създаването на система за търговия с деривати и държавни

<sup>13</sup> През м.октомври 2016 г. бе създаден Съвет за развитие на капиталовия пазар, в който участват петнадесет бизнес и работодателски организации. Неговата мисия е изготвяне на Стратегия и пътна карта за развитието на капиталовия пазар за периода 2016-2019 г.

<sup>14</sup> Вж. Стратегия за развитие на българския капиталов пазар 2016-2019 г.

<sup>15</sup> От февруари 2015 г. е създаден нов сегмент на алтернативен пазар на Букурещката фондова борса – т.н. AeRo, предназначен за стартиращи малки и средни предприятия, <http://www.bvb.ro>

ценни книжа, както и активизиране на акциите, придобити в резултат на масовата приватизация, намиращи се в „спящи“ сметки.

Реализирането в средносрочен план на мерките, залегнали в стратегията, са сред основните предизвикателства пред българския капиталов пазар. Неговото бъдещо развитие ще зависи както от макроикономическата и политическата стабилност в страната, така и от степента на реализиране на стратегическите приоритети, вкл. и от процесите на сътрудничество с останалите борси в региона. Очакваните положителни ефекти ще бъдат свързани с възстановяването на доверието в пазара и повишаване на неговата ликвидност, което е основна бариера на настоящия етап, както и с приближаване до по-развитите в това отношение борси в региона. От друга страна, стимулирането на развитието на капиталовия пазар ще доведе до подобряване на основните макроикономически показатели, в т.ч. икономически растеж, приток на чуждестранни инвестиции и ръст на приходите в бюджета.

### **Използвана литература**

1. Асенова, М. Влияние на финансовата криза върху доверителното управление на ценни книжа от банките. В: „Икономиката и социалната политика на България в условията на съвременната глобална криза“, В. Търново, Горекспрес, София 2010, с. 85-91.

2. Асенова, М., Ем. Михайлов, Ж. Въртев, Б. Кръстев, Г. Георгиев. Изследване въздействието на финансовата криза върху банковия сектор в България, Алманах научни изследвания, том 11, Свищов, Академично издателство „Ценов“, 2010, с. 57-104.

3. Годишни доклади за дейността на БФБ-София АД

4. Годишни отчети за дейността на КФН

5. Годишен отчет 2009, Българска народна банка

6. Правилник на „БФБ-София“ АД от 2012 г.

7. Стратегия за развитие на българския капиталов пазар 2016-2019 г.

8. Federation of European Securities Exchanges, [www.fese.eu](http://www.fese.eu)