



БФБ И ЦД ТРЯБВА ДА ИЗВЪРШАТ ОБЩА КРАЧКА КЪМ ЧУЖДИТЕ ИНВЕСТИТОРИ

21.12.2009г.

Иван Такев

Изп. директор на БФБ-София АД

INVESTOR.BG

ИНТЕРВЮИРАЩ: МАРИЯН ЙОРДАНОВ

Иван Такев е изпълнителен директор на БФБ-София АД от 2008 г. Завършил е Университета за национално и световно стопанство, специалност Финанси, през 1996 г. В периода 1998-2001 г. работи в Държавната комисия по ценните книжа (сегашна КФН), а от 2001 г. – в БФБ-София АД последователно като експерт, директор на дирекция „Търговия” и оперативен директор.

Потърсихме го за разговор във връзка с отминаващата 2009 г. и винаги актуалните технологични обновления на БФБ-София.

- Г-н Такев, какви са очакванията ви за 2010 г., след като 2009 г. донесе инфарктно дъно, последвано от близо 100% ръст и нова корекция с около 20-25%?

Прогнозирането на 2010 г. е много трудно, тъй като сме свидетели на много неочаквани обрати във финансовия свят. Така например от много места се чува мнения за отминаване на кризата, но надали дори и преди месец някой е очаквал точно дубайски фонд да изпита сериозни проблеми по обслужването на дълга си. По почти същия изненадващ начин се развиха нещата с банковите фалити в САЩ, макар и вече преди доста време. Но дори местният пазар, който малко или много изглежда откъснат от тези събития, може трудно да бъде прогнозиран поради повишената несигурност на участниците и кризисната обстановка, в която работят компаниите.

Все пак за 2010 г. аз си оставам умерен оптимист, като мисля, че резонно може да се очаква известно възстановяване на доверието на инвеститорите, изгубено през последните две години. И отново всичко зависи от развитието на кризата, като повратният момент би бил резултат от това публичните компаниите като цяло да започнат да показват стабилизиращи се резултати и трайни тенденции при тях.

- Има ли интерес за нови листвания на БФБ-София, след като той не угасна и през кризисната 2009 г.?

Интерес винаги ще има, въпросът е да бъде намерен балансът между търсенето и предлагането, т.е. равновесната цена, която удовлетвори купувачите и продавачите. Със затихването на кризата е обяснимо компаниите да се активизират, все пак доста отложиха планираните си листвания през 2007 и 2008 г. Ние възнамеряваме да продължаваме проактивна политика по въпроса и през 2010 г., макар моментът, от който интересът ще се засили, е възможно да бъде малко по-нататък във времето, включително и през 2011 г. Все

пак от момента, от който мениджмънтът на една компания узрее за идеята да излезе на борсата, до момента на самото листване, минава определен период от време. А в настоящия момент всичко зависи като че ли единствено и само от кризата.

- Как ще се отрази листването на енергийните компании на БФБ-София, водени ли са някакви разговори с емитентите и защо да се листват тук, а не в чужбина?

Предполагам всички са на мнение, че листването на компаниите от енергийния холдинг би представлявало мощен стимул за капиталовия пазар. Надали даже съществува по-силен и същевременно – сравнително лесно осъществим метод. От една страна, компаниите са наистина големи спрямо сегашните мащаби, т.е. със сигурност биха предизвикали инвеститорски интерес, а от друга – приватизацията през борсата се е доказала като прозрачен и ефективен метод.

Освен това листването в чужбина не е алтернатива спрямо листването на БФБ-София, то може да бъде осъществено едновременно. Наясно сме, че в момента борсата може да изглежда сравнително малка за тези компании, но това не означава, че приватизацията и листването на нея не е подходящо. Така например много малко са компаниите, които се търгуват на чуждестранен пазар, но не се търгуват на местния в държавата по произход. Особено за компании без опит като публични дружества, за каквито става дума в случая, това може да представлява сериозно затруднение или да е свързано с по-големи разходи. Освен това публично предлагане за няколкостотин милиона със сигурност ще привлече вниманието на големи чуждестранни инвеститори към местния пазар, на което всички пазарни участници така разчитат.

- Може ли накратко да начертаете път за клирингова къща, процедура за заемане на ценни книжа и съответно стартиране на къси продажби?

За мен най-лесният начин би бил Централен депозитар (ЦД) АД да разшири клиринговите си функции, част от които и в момента изпълнява. По този начин той би се превърнал в напълно завършена депозитарна и клирингова институция, което значително би улеснило извършването на къси продажби и заемане на ценни книжа. Нека напомним, дори и в момента маржин-покупките и късите продажби са разрешени за определен брой инструменти, които отговарят на определени критерии за ликвидност. Самите инструменти ежедневно се обявяват от борсата. Факт е обаче, че такива сделки липсват, а много от борсовите членове директно отказват на своите клиенти сключването им. И единствената причина за това е, че приключването им е значително затруднено.

Ако обаче институцията, която в момента извършва клиринговите дейности – Централен депозитар АД - извършваше и няколко други допълнителни такива, като например управление на обезпечението и лимитиране на позициите, то нещата биха стояли по съвсем различен начин, като много от действията, които в момента трябва да извършат всеки един от посредниците, щяха да се извършват централизирано от този, който извършва клиринга. Следва да се отбележи, че подобна възможност се предоставя и в момента от новия Закон за платежните услуги и платежните системи. Всичко това би елиминирало техническите затруднения пред сключването на маржин-покупки и къси продажби.

Разбира се, съществува и втора възможност, макар реализацията ѝ да е доста по-трудна. Тя е всички клирингови дейности да се изнесат в отделна институция, а Централен депозитар АД да остане единствено регистър на инструментите, като отразява съответните промени въз основа на информацията, получена от клиринга. Не мисля обаче, че колегите от Централен депозитар АД биха се съгласили с подобна възможност, тъй като тя би ограничила приходоизточниците им например. Макар и двата варианта да са познати в световната практика, отделянето на клиринга в отделна институция би означавало в България да



преминем от единия на другия. А това би трябвало да се направи единствено при неразрешими проблеми.

Ето защо, лично за мен, пътят е ясен, въпросът е да има воля за изминаването му. Ако искаме обаче в един момент да видим деривативни инструменти (като имам предвид фючърси и опции, а не варианти и сертификати), то би трябвало да направим сериозни промени в организацията на клиринга, тъй като именно там са спирачките. На една борса, доколкото тя представлява система за срещане на интереса на купувачите и продавачите, може да се бъдат регистрирани всякакви инструменти, включително и деривативни. Няма как обаче да се търгува инструмент, за сделките с който не може да бъде осигурен надежден клиринг и сетълмент.

- Предвид наличието на 2 акции (привилегирована и обикновена) при Химимпорт АД и скоро и на 3 инструмента (привилегирована акция, обикновена акция и вариант) при Енемона е възможна т. нар. търговия "по двойки" (продай на късо едното и купи другото). Не е ли това шанс да стартираме хеджирани къси продажби, както и да имаме възможност на БФБ, дългосрочните държатели на активи да ги заемат, като получават лихва върху актива си?

Търговия по двойки може да се осъществи с всеки два инструмента, между които има висока корелация и съотношението на цените на които в момента е по-различно от историческото. Тъй като това представлява обикновен арбитраж между два инструмента, колкото повече се използва от инвеститорите, толкова е по-вероятно моментното съотношение между цените на двата инструмента да се изравни с историческото, т.е. възможността за арбитраж да изчезне.

В случая с обикновените и привилегированите акции на Химимпорт би трябвало да има висока корелация, но такава би трябвало да е налице и между акциите на две компании от един и същ сектор например, т.е. подобни възможности не се изчерпват с горните два примера. При вариантите на Енемона това дори стои по доста по-различен начин, тъй като в първоначалния момент те са много out-of-the-money, т.е. цената им ще се определя от волателитета на акцията, а не от нейната стойност. И не на последно място, не трябва да се забравя, че за да се осъществи подобна търговия по двойки, единият от инструментите се продава на късо, т.е. за настоящите условия той трябва да отговаря на нормативните изисквания за къси продажби.

- Каква е следващата технологична стъпка пред БФБ след Xetra и сертификатите за качество?

Xetra даде възможност чуждестранни брокери и банки да получат лесен достъп до местния пазар посредством изградената инфраструктура. Това на практика обаче не се получи. Една от основните причини за това, ако изключим финансовата криза, беше, че на post-trading ниво те биха изпитали сериозни затруднения при приключването на сделките в местния депозитар. Всички значими финансови институции са свикнали да търгуват с един клик на мишката (да не говорим че във все по-голяма част от случаите решенията се вземат от компютри) без да се интересуват по-нататък от мястото на сетълмент, просто защото то не ги интересува – в общия случай това е един от многото депозитари, с които те работят, като не е задължително това да е този по произход на емитента. Обяснимо е обаче една чуждестранна банка да не иска да търгува в България, ако трябва след това да изпрати съответните сетълмент-инструкции към Централен депозитар. В този случай тя просто няма да сключи сделката, независимо че инвестицията в резултат на нея може да бъде печеливша.

В този смисъл, по мое мнение, следващата технологична стъпка трябва да бъде съвместна. Централен депозитар АД трябва да даде улеснен достъп на чуждестранни участници до местния пазар, като най-лесната реализация е чрез отварянето на сметки на един депозитар



в друг и договарянето на комуникационната среда между тях. Имаме уверението на колегите от Централен депозитар АД, че в момента се работи по такъв проект, като в началото на следващата година ще са налице повече подробности. Тук също така следва дебело да се подчертае, че подобна схема може да бъде използвана и за осъществяване на двойни листвания, което е още един силен аргумент за реализацията ѝ.

Борсата, от своя страна, следва да извърши необходимите технологични действия по изпращането на съответната информация за сделките до чуждестранния депозитар, така че той да разполага с всички нужни данни за извършване на сетълмент, които са налични и при Централен депозитар. Не на последно място, всичко това изисква и борсата да поиска одобрение от КФН по реда на ЗПФИ за извършването на сетълмент по този начин.

- Какво ще донесе деривативният пазар на БФБ като новост и опции пред инвеститорите? Ще има ли някаква разлика в начина, по който се търгуват вариантите на Енемона спрямо другите книжа? Например динамичният и статичният диапазон при вариантите какви ще бъдат?

Варантите, представлявайки нов вид инструменти, биха повишили разнообразието, но не може да се каже, че една емисия, базирана при това върху конкретна акция, би имала решаващо влияние върху целия пазар. Влияние може обаче да окаже една емисия индексни сертификати например, доколкото биха позволили заемане на позиция в целия пазар с една транзакция. Тук отново отношение имат и късите продажби, тъй като наличието им би направило възможно издаването на къси сертификати например и като цяло би разнообразило палитрата им, доколкото сертификатите са най-разнообразните финансови инструменти. Ликвидността на базовите активи също е от значение: не можем да очакваме невероятен интерес към сертификати върху индекси, при положение, че инвеститорите не са склонни да търгуват отделните им компоненти.

Конкретно за вариантите на Енемона се предвижда те да бъдат допуснати до търговия на неофициалния пазар, т.е. за тях ще важат правилата за всички останали инструменти, включително и диапазоните за прекъсване за нестабилност.

- Предвижда ли се по-нататъшно усъвършенстване на COBOS или БФБ ще преотстъпи инициативата на посредниците, които вече са създали 7-8 платформи за търговия на БФБ?

Не бихме искали, а и не сме в състояние да се конкурираме с всички разработчици на платформи за достъп до пазара. Ако се върнем назад във времето ще видим, че COBOS беше разработен с единствената цел да улесни индивидуалните инвеститори и да стимулира интереса им към пазара. Спомням си, че още като пристъпихме към разработването на системата, заявихме, че с нея се опитваме да направим това, което към онзи момент не беше направено от нашите членове. Също така никога не сме си поставяли за цел да създадем платформа, насочена към институционални инвеститори или дей-трейдъри например, макар впоследствие да се окаже, че тя се ползва активно и от такива.

Това предопредели и използваната технология за разработването на системата с всичките ѝ предимства, но и ограничения. Именно тези ограничения правят COBOS нежелана от определени групи инвеститори. Тук също следва да се отчете и фактът, че определени функции не са налични в системата просто защото борсата няма как да разполага с необходимата информация, така че да ги реализира. Така например една от критиките към COBOS е, че не поддържа информация за движенията, респективно за измененията на стойността на портфейла на потребителите. Доколкото обаче дадени акции могат да влязат или излязат от сметката на потребителя и чрез трансфер, различен от сделка през COBOS (а това се случва доста често), то няма как системата да определи стойността на входящия или изходящия трансфер.



Всеки инвестиционен посредник разполага обаче с подобна информация, доколкото самия той извършва трансфера. Именно това му дава конкурентно преимущество при разработването на платформа за достъп до пазара на неговите клиенти.

И не на последно място, факт е, че платформи като COBOS по останалите световни пазари се предлагат от посредниците, а не от регулирания пазар. Причината за това надали е, че пазарните оператори не са осъзнали това като бизнес-възможност, а фактът, че е трудно да постигнат конкурентно приложение.

- Какъв е ефектът от сертификатите върху SOFIX, колко са те в момента и от кои банки издатели, може ли те да се търгуват и на БФБ-София и в какъв обем са текущите им емисии?

Нямаме данни какъв точно е обемът на издадените емисии сертификати върху SOFIX, тъй като сме предоставили лиценз на ABN Amro/RBS за неограничен брой емисии в рамките на една календарна година. Тъй като техният депозитар по произход не е Централен депозитар, за да се търгуват те на БФБ-София АД, първо трябва да бъде осигурена възможност за сетълмента им тук, респективно да бъде одобрена друга система за сетълмент или съответната връзка между двата депозитара. Не на последно място, трябва да бъде поискано допускането им до търговия. С други думи, условностите по отношение на допускането на съществуващите емисии на ABN Amro са твърде много. Много по-лесна би била реализацията на нова емисия, издадена от местна финансова институция, регистрирана в Централен депозитар АД. Стига да има съответния интерес за издаването ѝ, разбира се.

