

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

DP/55/2006

Роля на схемите за компенсирание на инвеститорите в ценни книжа за развитието на капиталовия пазар

Милети Младенов
Ирина Казанджиева



БЪЛГАРСКА
НАРОДНА
БАНКА



БЪЛГАРСКА
НАРОДНА
БАНКА

Роля на схемите за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа за развитието на капиталовия пазар

Милети Младенов

Ирина Казанджиева

Ноември 2006 г.

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

Редакционен съвет

Председател: Стати Статев

Членове: Цветан Манчев

Николай Неновски

Мариела Ненова

Павлина Аначкова

Секретар: Людмила Димова

© Българска народна банка, 2006 г., поредица

ISBN-10: 954-9791-91-2

ISBN-13: 978-954-9791-91-4

Отпечатано в Полиграфична база на БНБ.

Материалите отразяват гледищата на своите автори
и не ангажират позицията на БНБ.

Художественото оформление на корицата е разработено
въз основа на банкнотата с номинал 50 лева, емисия 1999 г.

Мненията си изпращайте до:

Отдел „Печатни издания“

Българска народна банка

пл. „Княз Александър Батенберг“ № 1

1000 София

Тел.: (+359 2) 9145 1906, 9145 1071

е-mail: Dimova.L@bnb.org

Интернет страница: www.bnb.bg

Съдържание

Въведение	5
Поява и причини за създаването на схеми за компенсиране на инвеститорите	9
Регулативна рамка, структура, собственост и управление на схемите. Надзорни функции. Принципът за „най-евтиното решение“ („the least cost principle“). Несъстоятелност	15
Участници и клиенти на схемата. Лимити за компенсация. Разпределение на клиентските активи по суми. Съфинансиране	20
Финансиране на схемите – ex ante, ex post, встъпителни вноски и встъпително финансиране. Пропорционални и рисковопретеглени премии. Финансиране при недостиг на средства и системни кризи. Целево ниво на паричния фонд	28
Случаи на фалити на инвестиционни фирми	39
Заклучение	43
Приложения	49
Литература	71

РЕЗЮМЕ. В България към момента съществуват два компонента на мрежата за финансова сигурност – Фондът за гарантиране на влоговете в банките и Фондът за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа, като последният беше създаден в края на 2005 г. и се основава на Директива 97/9/ЕК, която е база за създаването на такива схеми във всички държави – членки на ЕС. Схемите за защита на инвеститорите намаляват риска за дребните инвеститори, породен от загубата, която те биха претърпели при невъзможност инвестиционната фирма да възстанови техните активи по причини, свързани с финансовото ѝ състояние. Практиката показва, че фалират предимно малки фирми, чийто фалит не оказва влияние върху пазара, но той засяга финансово дребния инвеститор. Схемата за компенсиране на инвеститорите може да бъде задействана под влияние на следните фактори – лош мениджмънт на фирмата, недостатъчна диверсификация на рисковете, неефективен надзор, несъвършенства в информационните системи и счетоводното отчитане. Въпреки че от създаването на схемата за компенсиране на инвеститорите до момента не е имало фалити на инвестиционни посредници, нейното съществуване може ефективно да допринесе за развитието и стабилността на капиталовия пазар. Българската схема за компенсиране на инвеститорите е заимствала някои положителни черти от европейската практика в тази област, като финансирането от типа *ex ante* и функционирането на фонда като самостоятелна институция. На базата на съществуващата международна практика могат да бъдат направени някои препоръки относно организацията и дейността на схемата, а именно – разширяване на нейния обхват, по-прецизно формулиране на изключенията от базата за компенсиране, промяна в методиката за изчисляване на вноските, промяна в структурата на управление на схемата и отношенията с други институции, по-ефективни начини за събиране и обмен на информация и решаване на някои законови противоречия, свързани с определяне размера на вноските.

SUMMARY. Currently, the financial safety net in Bulgaria has two components – Deposit Insurance Fund and Securities Investor Compensation Fund, which was established at the end of 2005 and based on the Directive 97/9/EC, being the basis for the existence of similar schemes in the EU member states. The investor compensation schemes decrease the risk for the retail investors of financial losses resulting from the inability of the investment intermediary to pay out his liabilities to its clients due to reasons related to its financial state. The evidence based on real cases shows that there are mainly failures of small companies, but they have a huge impact on the small investor. The investor compensation scheme can be activated in the following situations: bad management of the company, lack of risk diversification, ineffective supervision, default in the IT systems and bad accounting practices. Despite the fact that there have been no cases of default of investment intermediaries since the establishment of the investor compensation scheme in Bulgaria, its existence may actively contribute to the development and stability of the capital market. The Bulgarian investor compensation scheme has taken some of the good EU practices in this field as the *ex ante* funding and the establishment of the Bulgarian fund as an independent institution. Nevertheless, some recommendations, based on the international practice, can be given regarding the organization and the activity of the scheme, namely – widening the scope of the scheme, more precise definition of the exceptions to the scheme, change in the basis for calculation of the premiums, change in the management structure of the scheme and its relations with other institutions, more effective approach for collecting and exchange of information, as well as solving some legal discrepancies regarding the annual premiums.

Милети Младенов е доктор по икономика, професор в катедра „Финанси“ на Университета за национално и световно стопанство (УНСС), председател на Управителния съвет на Фонда за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа; e-mail: m.mladenov@sfund-bg.com.

Ирина Казанджиева е докторант към катедра „Финанси“ в УНСС, главен експерт във Фонда за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа; e-mail: i.kazandjieva@sfund-bg.com.

Студията отразява личните преценки на авторите и по никакъв начин не ангажира Фонда за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа.

Въведение

Предмет на настоящото изследване е един сравнително нов елемент на мрежите за финансова сигурност в света и главно в тържачите – членки на Европейския съюз, – схемите за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа, които играят важна роля за развитието на капиталовия пазар и поддържане на доверието в него. Дори в малка отворена икономика, каквато е българската, ролята на капиталовия пазар е незаменима, защото освен алтернативно финансиране на икономиката той осигурява справедлива оценка на активите на листваните фирми. В страните със силна пазарна икономика обикновено функционира и силен капиталов пазар. Схемите за компенсиране на инвеститорите са фактор за динамизирането на капиталовия пазар, тъй като чрез тях се създава макар и минимална сигурност за дребните инвеститори и това пренасочва спестявания към този пазар. Значението на капиталовия пазар е особено важно за развиващите се пазари, към които се причисляват и тези в Източна Европа.

Участници в схемата за компенсиране на инвеститорите в България са инвестиционните посредници, включително търговските банки, лицензирани да предоставят инвестиционни услуги. Инвестиционните посредници са оторизирани да извършват операции на фондовата борса, към които се обръщат многобройните клиенти – физически и юридически лица. Дейността на инвестиционните посредници у нас е насочена предимно към покупко-продажба на акции и други финансови активи, но някои от тях извършват, макар и в ограничени мащаби, операции, присъщи на инвестиционните банки и изразяващи се главно в поемането и пласирането на емисии.

Поради „младостта“ на българския капиталов пазар значителна част от фирмите и гражданите не познават възможностите за неговото използване, присъщите му рискове, особеностите и доходността на търгуваните финансови инструменти. Схемите за компенсиране на инвеститорите предлагат защита на инвеститорите до определени лимити – те са важни главно за дребните инвеститори, които нямат възможност самостоятелно да анализират поетия риск, в сравнение с фирмите и институционалните инвеститори, разполагащи с повече информация, финансов ресурс и експертиза, за да направят това.

Към момента у нас съществуват два компонента на мрежата за финансова сигурност – Фондът за гарантиране на влоговете в банките (ФГВБ) и Фондът за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа (ФКИЦК). Те бяха създадени предимно под натиска на ЕС в изпълне-

ние на двете директиви на Европейската комисия (ЕК) за съответните области, но също и в отговор на действителни случаи на неплатежоспособност в банковата система. В два други сегмента на финансовия сектор – застраховането и пенсионното осигуряване – такива схеми не съществуват. Ако се отчете съвременната тенденция към предлагане на комбинирани финансови продукти в рамките на финансови конгломерати, може да се направи извод, че подобни защитни схеми са необходими и в тези области. Разбира се, те трябва да отчитат спецификата на съответната финансова индустрия, но тяхното създаване би придало по-голяма завършеност на целия финансов сектор от гледище на сигурността на клиентите, които пласират паричните си средства в него. В редица страни има такива схеми, като може би най-развита е системата на Великобритания¹. Интересен аспект на схемите за защита на клиентите в различни финансови институции е възможността да се пренесат добри решения от една схема в друга. Към настоящия момент най-развита е системата за гарантиране на депозитите, поради което опитът в тази област може да бъде използван и в други схеми, като, разбира се, се отчитат конкретните специфични особености. Сполучлива илюстрация на това е близостта на двете директиви – Директива 94/19/ЕО относно схемите за гарантиране на влоговете и Директива 97/9/ЕК на Европейския парламент и на Съвета относно схемите за компенсирание на инвеститорите.

Защитата на застрахователни и пенсионни продукти не е уредена в специални директиви на Европейския съюз, но всяка страна може да предвиди в националното си законодателство разпоредби, които да осигурят евентуална компенсация на потребителите на застрахователни и пенсионни продукти. В някои страни схемите за защита на потребителите на такива продукти са в обхвата на схемата за компенсирание на инвеститорите поради съображението за икономии от мащаба, както и поради факта, че застрахователните и пенсионните компании са основни играчи на капиталовия пазар. В Ирландия например застрахователните брокери са участници в схе-

¹ Към това може да се добави паралелната тенденция към консолидиране на финансовия надзор. Тя се наблюдава най-ясно също във Великобритания, но и в други страни, вкл. България в лицето на създадената през 2003 г. Комисия за финансов надзор, която обхваща инвестиционния, застрахователния и пенсионноосигурителния надзор. Същевременно следва да се посочи и обратният случай – страни, където надзорът на различните финансови институции е отделен един от друг. Това е до голяма степен дискуссионен въпрос. Съществуват доводи в полза и на едната, и на другата система. В практически аспект много повече са случаите в света, където надзорът не е консолидиран и съответните полисемейкърпи не считат това за необходимо.

мата за компенсиране на инвеститорите, а в Полша тя осигурява компенсация до размера на дохода, който пенсионният фонд се е задължил да осигури съгласно договора му с клиента. В България не съществува специализирана защита на потребителите на застрахователни и пенсионни услуги. В застрахователното законодателство има изисквания за гаранционен капитал, а при ликвидация на застрахователна компания всички договори се прехвърлят на други компании и кредиторите се удовлетворяват по правилата, предвидени в търговския закон. Съгласно Кодекса за социалното осигуряване след отнемането на лицензията на пенсионно дружество то не е освободено от задълженията си по сключени договори и всички парични средства на пенсионния фонд постъпват в банка попечител.

Важна страна на защитните схеми е информираността на потенциалните клиенти за нивото на защита, условията за изплащане на компенсации и др. Поради това, че българската схема за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа има кратка история, клиентите на инвестиционните посредници не са добре информирани за защитата, която тя им осигурява, за разлика от банковия сектор, където вече редица години както ФГВБ, така и самите банки осигуряват информация за гарантирането на депозитите. Информирайки клиентите си за защитата на техните инвестиции, осигурявана от ФКИЦК, инвестиционните посредници ще привлекат нови клиенти. По-голямата част от спестяванията, особено на населението, се държат в банките, но в съвременните условия капиталовият пазар става интересна алтернатива на такива спестявания – нараства броят на колективните инвестиционни схеми, на групите със специална инвестиционна цел, както и на продукти, състоящи се от депозити с опция да бъдат превърнати в ценни книжа при достигане на определено ниво на доходност.

На споделяната в настоящото изследване теза за необходимостта от защита до определени нива на потребителите на финансови услуги от неплатежоспособност на финансовите институции противостои тезата, че такава защита не е нужна, защото тя прави потребителите на тези услуги безразлични към поетия риск, свързан с платежоспособността на финансовата институция, и това разрушава финансовата дисциплина. В този случай потребителят концентрира своето внимание предимно върху дохода от съответните операции, защото знае, че при фалит на финансовия посредник едно трето лице – защитната схема – ще го обезщети, макар и до определен лимит, но който предварително е известен. Тази ситуация е описана в теорията като „морален риск“ (*moral hazard*), дължащ

се на асиметричната информация. Впрочем тъкмо това разкрива възможност за прилагане на елементарна защитна стратегия, изразяваща се в разпръскване на сделките (депозитни, инвестиционни и др.) между повече на брой финансови посредници, защото при компенсирането вземанията на един клиент се сумират, но всяка финансова институция се третира поотделно.

Повечето схеми за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа се придържат към изискванията на Директива 97/9/ЕК, където се определя покритие в размер до 90% от направената инвестиция, но не повече от 20 000 евро, и това двойно ограничение на покритието – като лимит и като част от сумата на инвестицията в рамките на лимита – е предназначено да смекчи „моралния риск“, защото не оставя клиента безразличен при избора на инвестиционен посредник и на инструментите, в които инвестира. Наличието на лимит на компенсацията улеснява също определянето на целево ниво на паричния фонд и прави разполагаемия ресурс по-стабилен. Настъпването на събитие, водещо до изплащане на компенсация, е несигурно, но съществуването на лимит дава възможност да се правят прогнози за размера на компенсациите, които биха били изплатени.

Целта на настоящото изследване е да се анализират основни въпроси, отнасящи се до защитата на инвеститорите в ценни книжа и представляващи интерес за потребителите на инвестиционни услуги, за регулативните органи и полисимейкърите, тъй като, макар да са сравнително нови, тези схеми натрупаха известен опит и той следва рационално да се използва.

Българската схема за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа е създадена в края на 2005 г., нейното функциониране се опира на Директива 97/9/ЕК, която е база за създаването на такива схеми във всички държави – членки на ЕС. Законовата основа на схемата в общи линии осигурява нейното нормално функциониране, но има редица въпроси, които могат да намерят по-добро решение. Някои от тях са обект на анализ в настоящото изследване.

В първата част на студията се разглеждат появата и причините за създаването на схеми за компенсиране на инвеститорите. Във втората част се проследяват регулативната рамка, структурата, собствеността и управлението на схемите, разглеждат се също принципът за „най-евтино решение“ (*the least cost principle*) и проблемът за несъстоятелността. Третата част се отнася до участниците и клиентите на схемата, лимитите за компенсация, разпределението на клиентските активи по суми и съфинансирането при изплащане на компенсация. Четвъртата част разглежда съществени

те въпроси за финансирането на схемите, встъпителните и годишните вноски, покриването на недостиг от средства и целевото ниво на паричния фонд. В последната част се описват някои от случаите на фалити на инвестиционни фирми в гържави – членки на ЕС. В заключението са систематизирани основните изводи и препоръки към българската схема с оглед нейното развитие като нормативна уредба и практическа дейност на ФКИЦК.

Поява и причини за създаването на схеми за компенсирание на инвеститорите

Схеми за компенсирание на инвеститорите съществуват в редица страни в света и те са част от по-обширната система за защита на потребителите на финансови услуги, която включва гарантиране на депозитите в банките и другите кредитни институции, на клиентите на застрахователни компании, инвестиционни фирми и пенсионни дружества. Тези финансови институции се наричат също финансови посредници, тъй като тяхна обща черта е посредничеството в процеса на финансиране на икономиката, т.е. създаването на механизъм за придвижване на временно свободните парични средства от икономически агенти с излишък (спестители) към такива, които изпитват недостиг от средства (заематели). Финансирането на икономиката може да става и без това финансово посредничество – директно на финансовите пазари, сред които основна роля играе капиталовият пазар, където се търгуват дългосрочни финансови инструменти. Днес се променя известната от миналото ситуация спестяванията в европейските страни да се гържат предимно в депозити. Нараства дялът на спестяванията в инструменти на капиталовия пазар – акции, облигации и взаимни фондове, като в някои страни той дори преобладава – например в Италия е 74%, в Швеция – 59%, Белгия – 58%, Дания – 55%².

Схемите за защита на инвеститорите намаляват риска за гребните инвеститори, породен от загубата, която те биха претърпели при невъзможност инвестиционната фирма да възстанови техните активи по причини, свързани с финансовото ѝ състояние. Схемите съдействат за ускоряване възстановяването на средствата на клиенти на инвестиционна фирма в случай на фалит и осигуряват

² По данни от OXERA, Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, Report prepared for European Commission (Internal Market DG), January 2005, с. 104.

добро покритие за „гребните“ инвеститори. Създаването на схеми за компенсирание на инвеститорите, които да се придържат към минималните изисквания на Директива 97/9/ЕК, съдейства за развитие на трансграничната инвестиционна дейност и тяхното съществуване не възпрепятства конкуренцията между инвестиционните фирми, тъй като условията за участие и изплащането на компенсации са сходни.

В рамките на ЕС защитата на инвеститорите във финансови инструменти е регламентирана до голяма степен от Директива 97/9/ЕК, която изисква във всяка държава членка задължително да има схема в тази област. В действителност обаче и преди приемането на директивата в някои държави – членки на ЕС, е съществувала някаква форма на защита, но тя е била инцидентна и непълна. Например във Франция още преди приемането на директивата е създадена система, но тя е имала ограничено действие. Директива 97/9/ЕК е реакция на наблюдаваните фалити на инвестиционни фирми и нуждата да бъдат защитени гребните инвеститори, а също така и на развитието на финансовите услуги, усложняването на финансовите инструменти и глобализирането на пазарите. Както и в други области, директивата създава минимални стандарти за схемите, но същевременно оставя достатъчно пространство за дискреция, която да отрази националната специфика на капиталовия пазар. След приемането на директивата твърде бързо във всички държави – членки на ЕС, се създават схеми за компенсирание на инвеститорите. Това се отнася и за новите 10 държави – членки на ЕС (вж. приложение № 1), а също за Румъния и България, които са в процес на присъединяване.

Всички държави – членки на ЕС, създадоха схеми за компенсирание на инвеститорите след 1997 г., с изключение на Великобритания, която има такава схема от 1988 г., и Италия – от 1992 г. Някои от страните имат повече от една схема. В Австрия те са шест – по една за управляващите дружества, банките и кредитните институции, спестовните банки, регионалните ипотечни банки, и съответно две за двата вида кооперативни банки. В Германия има три схеми – една за инвестиционните компании и две в банковия сектор. В Холандия има една схема за инвестиционните фирми и една за кредитните институции, в Испания – една за инвестиционните компании и втора за кредитните институции, обединена със схемата за гарантиране на депозитите.

В „новите“ десет държави – членки на ЕС, схемите се създават основно в периода 2002–2004 г., с изключение на Унгария (1997 г.) и Полша (2001 г.). Само в една от тези страни – Кипър – има две схе-

ми, съответно за инвестиционните фирми и за банките. Интересен е моментът на създаването на тези схеми. В повечето случаи те възникват в резултат на изискванията на Директива 97/9/ЕК, макар че фалити на инвестиционни фирми се наблюдават в някои от тези страни както преди прилагането на директивата, така и по-късно.

Извън ЕС в редица страни също съществуват схеми за компенсиране на инвеститорите. Такава схема работи в САЩ от 1970 г. Нейното създаване и функциониране е свързано с мащабите на капиталовия пазар в САЩ и подобно на защитата на депозитите, която съществува от 30-те години на XX век, схемата е насочена към защита на гребните инвеститори. В Исландия, Лихтенщайн и Норвегия, които не са членки на ЕС, също работят такива схеми, които се пригържат към изискванията на европейската директива.

В банките традиционно са концентрирани значителни по размер парични средства на голям брой лица, поради което, наред с по-тежките последици от банковите фалити за цялата икономика, превантивните мерки за защита на техните клиенти стават необходими. На капиталовия пазар, разбира се, също има сериозни рискове и те водят до многократно наблюдавани сригове в отделни страни и периоди. Голяма част от посредниците на капиталовия пазар работят предимно като брокери, т.е. от чуждо име и за чужда сметка, и евентуален техен фалит не създава основание за финансови претенции към тях, но съществува рискът от злоупотреба с чужди активи. Освен това размерът на тези претенции се определя по-сложно, тъй като върху него оказва влияние борсовата цена, която понякога е предмет на оценка (налага се например да се използват различни методи, като дисконтиране и др., може да е необходима допълнителна нормативна база и т.н.), докато при банковите депозити величината на претенциите се определя лесно и просто (главница плюс лихви). Фалитите на инвестиционни фирми обикновено оказват по-слабо влияние върху икономиката и са с по-малък мащаб, но вероятността от такива фалити и произтичащата от това загуба на доверие в пазара не трябва да се пренебрегват. Това се потвърждава от редица случаи на фалити на инвестиционни фирми, регистрирани в страни с развит капиталов пазар – Германия, САЩ, Испания, Ирландия и др. Повечето от тези фалити са на гребни и средни инвестиционни фирми и се приемат по принцип за рядко явление.

Необходимостта от защита на инвеститорите произлиза от рисковете, съществуващи на капиталовия пазар, защото при тяхната реализация инвестиционните фирми се оказват в невъзможност да върнат чужди клиентски активи, предоставени им във връзка с

инвестиционни услуги. Тези рискове могат да се класифицират по различни критерии. В доклада на OXERA се посочват две групи рискове – финансови и оперативни, в рамките на които се разграничават конкретните рискове, които могат да се разглеждат и като причини за неплатежоспособността на инвестиционните фирми³. Към финансовите рискове се отнася рискът от фалит, изразяващ се в това, че при фалит на инвестиционната фирма тя може да третира клиентските активи като свои собствени, а също, че фалиращата фирма може да причини загуби на клиентите поради пропуснати ползи. Тук спада и рискът от неплатежоспособност на трето лице, на което инвестиционната фирма е предоставила за трансакционни цели книжа или парични средства на свои клиенти – такива са брокерите, клиринговите къщи и банките попечители.

Съществено значение за капиталовия пазар имат оперативните рискове, сред които могат да бъдат разграничени няколко. Първо, рискът клиентските активи да бъдат откраднати или присвоени по друг начин от служители или мениджъри на инвестиционната фирма, а също и от трето лице (фирма). Второ, рискът от измама, изразяващ се в неразрешен трансфер или злоупотреба с клиентски активи с цел например да се покрият собствени загуби от сделки, както и от непочтено поведение на служители и мениджъри на фирмата или на трето лице. Трето, рискът от грешка при воденето на клиентските активи, при което те неправилно се считат за активи на фирмата, а не на клиентите, както и обратно. Четвърто, сетълмент рискът, при който гоставката на книгата не съвпада със заплащането им. Пето, рискът от несъответствие между отчитането на клиентските активи по сметките на клиента в самата фирма и тяхното отчитане за трети лица, например надзора. Шесто, рискът от неизпълнение на разпорежданията на клиент от гледна точка на срока, коректността или други условия на договора. Седмо, рискът от лош мениджмънт, като предоставяне на некачествена информация на клиента, неправилно оценяване на книгата, неуспешни сделки на инвестиционната фирма, нецелесъобразно отдаване на активи назаем и т.н. И накрая, рискът от лош инвестиционен съвет (*bad advice*), при положение че инвестиционният съвет се разглежда като една от основните услуги, предлагани от инвестиционните посредници според Директивата за капиталовия пазар от 2004 г.

Специфичен риск възниква при т.нар. кражба на самоличност. Случаи с такъв характер се наблюдават в САЩ, където, използвай-

³ Пак там, с. 93–100.

ки възможностите за дистанционна търговия чрез интернет, фиктивни инвестиционни фирми се представят за действително съществуващи фирми, правят атрактивни оферти за инвестиционни услуги и след като получат съответни поръчки и пари, изчезват от пазара.

Както вече посочихме, фалитите на инвестиционни компании, които имат голямо въздействие върху капиталовия пазар, са редки, като практиката показва, че по-често фалират малки инвестиционни фирми, които не оказват влияние върху функционирането на пазара, но могат да имат значими последици за отделния инвеститор.

При предлагането на инвестиционни услуги на „дребни“ клиенти най-честата причина за пазарен провал е съществуването на информационна асиметрия. Дребните инвеститори разполагат с ограничена информация и не винаги могат адекватно да оценят качеството на инвестиционния съвет, финансовия риск, който фирмата поема за своя собствена сметка, отделянето на клиентските активи от собствените при извършването на трансакции или вероятността да бъдат извършени кражба и злоупотреба. Съществуват някои предпоставки с пазарен характер, които по принцип намаляват риска за дребния инвеститор и подобряват функционирането на пазара – това са репутацията на инвестиционната фирма, нейният капитал и застраховането. Инвестиционни фирми, които тържат на своята репутация, ще предлагат на своите клиенти услуги с високо качество и ще действат в техен интерес. Капиталът на фирмата осигурява защита на нейните клиенти при евентуален фалит, тъй като тя може да използва резервите си за покриване на загуби. Също така фирмите могат да застраховат своите клиенти срещу негативно събитие, което би довело до възникване на загуби.

Случаите на кражба или присвояване на клиентски активи от страна на инвестиционни фирми показват, че репутацията на инвестиционната фирма не винаги е достатъчна, за да накара мениджмънта на фирмата да се съобразява с интересите на своите клиенти. Схемата за компенсирание на инвеститорите ще се задейства, когато пазарните мерки за защита на клиентите на инвестиционни фирми се провалят и се стигне до ситуация, при която инвестиционната фирма не е в състояние да върне дължимите на своите клиенти парични средства и книжа. Сравнително редките случаи на фалити на инвестиционни фирми в държави – членки на ЕС, водещи до изплащане на компенсации, показват, че пазарните механизми за защита на потребителите на финансови услуги действат относително ефективно. Въпреки това обаче има случаи на провали, в резултат

на които гребните инвеститори биха понесли значителни загуби, ако не съществуват схемите за компенсиране.

От своето създаване досега Директива 97/9/ЕК не е променена, но тя регламентира минималните изисквания за компенсация, на които схемите в отделните страни членки трябва да отговарят. Директивата за капиталовия пазар от 2004 г. регламентира инвестиционния съвет като основна услуга, предоставяна от инвестиционните фирми. Тук следва да се отчита също и променящата се пазарна структура. В повечето европейски страни гребните инвеститори се насочват към инвестиционни услуги, предлагани от банки или инвестиционни фирми, принадлежащи към голяма банкова група или застрахователна компания. Във Франция, Германия и Италия около 60% от инвестициите във взаимни фондове се извършват чрез банки, а в Испания те достигат дори 90%. За разлика от тези страни във Великобритания инвестициите във взаимни фондове се правят чрез малки инвестиционни фирми, брокери и независими финансови консултанти и най-вероятно поради тази причина инвестиционният съвет е включен в рисковете, подлежащи на компенсация. Тенденциите на капиталовия пазар в Европа са към нарастващо използване на инвестиционния съвет като вид инвестиционна услуга, включването на трета страна при предоставянето на инвестиционни продукти и по-честото прибягване до услугите на независими финансови анализатори и брокери.

В континентална Европа, включително и в България, инвеститорите влагат парите си предимно в банкови депозити или други подобни форми на спестявания и едва в последно време се насочват към капиталовия пазар. Като причина за това може да се посочат интеграцията на европейския пазар и нарастването на трансграничната конкуренция, което се очаква да доведе до увеличаване на разнообразието на инвестиционните и спестовните продукти, предлагани на гребните инвеститори. Тъй като тези продукти са значително по-сложни от традиционните банкови продукти, това ще увеличи ролята и значението на инвестиционния съвет като инвестиционна услуга.

Редица специалисти, които работят на капиталовия пазар у нас, считат, че системата на безналично водене на ценните книжа, при което те се регистрират при Централния депозитар и при съответния инвестиционен посредник, е достатъчна защита срещу фалит на посредници, какъвто според тях практически е невъзможен. В цял свят безналичните книжа се регистрират по сходен начин и въпреки това има редица фалити на инвестиционни фирми, които

се дължат на посочените по-горе причини. Специфично за по-слабо развитите пазари може да се окаже влиянието на причини и фактори, като лошият мениджмънт на фирмата, недостатъчната диверсификация на рисковете, слабият надзор, несъвършенствата в информационните системи и др.

**Регулативна рамка, структура, собственост
и управление на схемите. Надзорни функции.
Принципът за „най-евтино решение“ („the least cost
principle“). Несъстоятелност**

Участието в схемите за компенсиране на инвеститорите в повечето случаи е задължително за инвестиционните фирми. Предимствата на задължителното участие са в това, че се елиминира ефектът на „гратисчията“ (*free rider*), който би се появил, ако схемите са доброволни, и който се изразява в това, че фирмите, неучастващи в такива схеми, биха се възползвали безплатно от предимствата, които участието дава. По принцип участниците на капиталовия пазар са склонни да подценяват риска от фалит на инвестиционни фирми поради сравнително редките случаи на такива фалити и ако схемата е доброволна, голяма част от тях вероятно не биха участвали в нея, тъй като ще считат, че плащането на вноски в схемата е безсмислено и представлява само допълнителна финансова тежест. Понеже схемите за компенсиране на инвеститорите се финансират от самите участници, средствата за изплащане на компенсации могат да се окажат недостатъчни. Ще възникне също объркване по отношение на това, клиентите на кои посредници имат право на компенсация и на кои нямат. При доброволни системи може да се предполага, че по-малка или по-голяма част от посредниците няма да участват, мотивирайки се с това, че участието в такива схеми увеличава разходите им. Ако броят на тези случаи е голям и в схемите не участват основни играчи, тяхното създаване се обезсмисля. С това е свързан един друг проблем, който ще разгледаме по-нататък и който се изразява в това, че при задължителните пропорционални вноски възниква субсидиране на по-слабите от по-силните участници (*cross subsidizing*). Но този проблем може да се реши например чрез въвеждане на рисковопретеглени вноски. При доброволната схема неучастващите в нея не са мотивирани да декларират своето неучастие в нея и това може да подведе клиентите на всички инвестиционни фирми. Доброволното участие в такива схеми предполага по-високо ниво на финансовото посредничество и на

отношенията между посредниците и надзорните органи, а също така добре функционираща система на прозрачност, контрол и подотчетност, така че потребителите на финансови услуги да бъдат в състояние да различават институциите, участващи в схемата, от тези, които не участват.

В съвременните условия се наблюдава категорична тенденция към задължително участие в защитните схеми и тя се базира на опита в някои страни, където се проявяват дефектите на доброволните схеми. Междинен вариант е създаването на система, в която се комбинират задължително и доброволно участие. Например в Германия съществува задължителна схема за гарантиране на депозитите, която се допълва от доброволна частна система и така се достига много високо ниво на защита.

В масовия случай схемите са институции с публично-правен характер и по изключение частни компании, но и едните, и другите работят на базата на специално законодателство, поради което формата на собственост няма съществено значение. Все пак тази форма влияе на управлението и представителството в управителните тела. Като институционална структура схемите в някои страни са интегрирани в централната банка, надзорния орган, централния депозитар, банковата асоциация, министерството на финансите и др. На пръв поглед така се намаляват административните разходи и главно разходите за персонала, който би бил зает директно и изключително само в схемите. Фактически обаче такъв персонал винаги има и в някои случаи той не е малък, но се води формално като част от персонала на съответната приемаща институция, т.е. административните разходи са неизбежни, но те са скрити и се поемат от друга институция, а не пряко от схемата. Считаме, че подобна институционална структура наистина води до икономии от мащаба и намаляване на разходите за издръжка на защитните схеми, но тя изисква по-високо ниво на институционална култура и партньорски отношения. В обратния случай може да възникнат объркване и безотговорност. Илюстрация на последното е случаят с прилагането на Наредба № 1 на БНБ от януари 1996 г., с която в България се въведе система за гарантиране на влоговете в банките на базата на Директива 94/19/ЕО относно схемите за гарантиране на депозити. Тази наредба никога не беше приложена към фалити на банки, защото създадената чрез нея схема нямаше достатъчно средства за изплащане на обезщетения при развитието на банковата криза от края на 1996 г. Набраните средства преминаха във ФГВБ, създаден три години по-късно. Тези средства се обезценяха силно поради голямата

девалвация на лева през този междинен период и липсата на защита от това, но също и защото бяха гържани в централната банка при много ниска лихва. Могат да се посочат обаче и сполучливи примери за съществуването на схема за компенсиране на инвеститорите в рамките на друга институция. Такава е например схемата за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа в Ирландия, където централната банка осигурява административната издръжка на схемата (а също на надзорния орган и централния депозитар).

Формално българската схема за компенсиране на инвеститорите има голяма автономия, осигурена ѝ от ЗППЦК. Но фактически нейната дейност е стриктно контролирана не само от Сметната палата, но и от Комисията за финансов надзор (КФН), което изземва в значителна степен правомощията на нейното управително тяло. Това произлиза от усложнената нормативна уредба, съгласно която КФН упражнява контрол освен по законосъобразност, също и по целесъобразност и ФКИЦК неоснователно се третира като поднадзорно лице. От психологическо гледище то е свързано също с появата и приемането от инвестиционната общност на една нова институция, която трябва да намери адекватно място във финансовия сектор на страната. Значение има и моментът, когато бе създаден ФКИЦК. В България не е имало фалити на инвестиционни посредници, докато ФГВБ се създаде след период на мащабни банкови фалити и необходимостта от неговото съществуване беше очевидна. Считаме за необосновано разбирането, че ФКИЦК е създаден само като формално изпълнение на изискванията на Директива 97/9/ЕК, а не в отговор на истинска потребност от съществуването на институция, която подобно на други страни може ефективно да допринесе за развитието и стабилността на капиталовия пазар.

Управлението на всяка публична институция има голямо значение, защото контролът на такава институция е специфичен и също така, защото макар да не работи с бюджетни средства, в нея е концентриран голям обществен интерес, тъй като тя оперира със средства на финансовите посредници, а това се отразява на разходите им и индиректно на потребителите на техните услуги. В повечето страни в управителните тела на тези схеми има широко представителство, което се реализира или чрез двустепенна система на управление – надзорен и управителен съвет, или чрез по-голямо по брой управително тяло при едностепенната система. Съставът на управителното тяло зависи в голяма степен от типа на схемата – дали тя е частна или публична. Неговият председател се излъчва обикновено от гържавата, централната банка, надзорния орган,

банковата асоциация. В управителното тяло обаче е широко застъпено участието на потребителите на финансови услуги, инвеститорите и гр.

Българската схема за компенсирание на инвеститорите – ФКИЦК – има едностепенно управление с петчленен управителен съвет, като членовете му се излъчват от различни органи. Тази структура би могла да се подобри, като в управителния съвет се включат представители на Министерството на финансите, централната банка и Асоциацията на потребителите на финансови услуги. Фондът е самостоятелна институция и към средата на 2006 г. работи с персонал само от няколко човека. Този персонал е в състояние да поеме управлението на евентуален фалит, но в зависимост от неговия мащаб може да се наложи допълнително привличане на специалисти. В началния период от своето съществуване фондът отделя значителен ресурс за своето институционално изграждане, събиране и проверка на информацията, получавана от инвестиционните посредници, извършване на проучвания и гр.

Схемите за компенсирание на инвеститорите обикновено нямат надзорни или контролни правомощия по отношение на участниците в тях. Решенията за фалит се вземат от органа за финансов надзор, като е желателно тези решения да не изненадват управителното тяло на схемата, а то да бъде гържано в течение на събитията, за да може схемата да посрещне подготвена съобщението за фалит, най-малко защото тя трябва да има необходимата ликвидност за изплащане на компенсации. При изненадващо затваряне на инвестиционни фирми, особено ако те са големи, може да се наложи принудителна разпродажба на активи, в които са инвестирани средствата на фонда, и това да предизвика ненужни финансови загуби. В по-широк аспект взаимодействието с регулаторния орган се изразява в обмен на информация, експертизи при проверки на инвестиционни фирми, разработване на нормативната уредба и гр. Това взаимодействие може да се осъществи на базата на формално споразумение (меморандум) за сътрудничество, но важни са и неформалните връзки между ръководството на надзора и на схемата. Съгласно българското законодателство ФКИЦК може да изисква от КФН и БНБ всяка необходима информация, отнасяща се до размера на клиентските активи и вноските на участниците в схемата.

Интересни са случаите, когато защитната схема е конструирана на принципа за „по-евтино решение“ (*the least cost principle*). Такава конструкция дава право на схемата при взаимодействие с надзорния орган да прецени кое решение е по-евтино за нея – дали да бъде зат-

ворена неплатежоспособната институция, т.е. да се остави тя да фалира, или да бъде „спасена“, като ѝ се предостави финансиране от защитната схема. Приложение на горния принцип се среща в някои схеми за защита на депозитите в банките, но се счита, че това е донякъде старомодно, защото в такъв случай схемата се превръща в „кредитор от последна инстанция“, заместващ до определена степен централната банка, и това деформира пазарното поведение и пазарните правила⁴. Считаме, че поради спецификата на инвестиционната дейност и капиталовия пазар този принцип е трудно приложим при схемите за компенсиране на инвеститорите и в частност у нас. Допълнително обвъркване тук може да създаде въведената неотдавна у нас практика клиентските активи да се водят от инвестиционните посредници като балансови. При банките – инвестиционни посредници, клиентските ценни книжа са ясно разграничени, като те се водят задбалансово. Инвестиционните посредници обаче отчитат счетоводно тези книжа в баланса, което „раздува“ техните баланси и може да затрудни анализа на финансовото им състояние.

Сходно е положението с отношението на защитните схеми към процеса на несъстоятелност на съответните финансови институции. Познат е американският опит в тази област – Федералната корпорация за гарантиране на депозитите (FDIC) играе централна роля при банковата несъстоятелност, тъй като тя е администрацията, която управлява този процес. Противоположен е подходът в континентална Европа, където тази роля се изпълнява от съда. Този подход се прилага поначало и в България, където съгласно търговското законодателство несъстоятелността на всички фирми се управлява от съда. Пробив в тази област бе направен със Закона за банковата несъстоятелност, който влезе в сила в края на 2002 г. и прехвърли администрирането на банковата несъстоятелност от съда в една специализирана администрация, каквато е ФГВБ. До приемането на този закон се стигна много трудно поради съпротивата срещу промяната на статуквото от страна на правните среди и лобита, тъй като изземването на административните функции от съда засяга интересите на тези среди. Имаше очакване, че ако се окаже сполучлив, този модел на администриране на несъстоятелността ще се разпростре и в други области. Към средата на 2006 г.

⁴ През 2006 г. в печата бе съобщено, че се обсъжда предложение за промяна в ЗГВБ, с което на ФГВБ ще бъде дадено правото да прилага принципа за по-евтиното решение. Това е свързано и с проектозакона за кредитните институции, където се предвижда такава възможност.

това не е станало и дори изобщо не се обсъжда. Остава също да се прецени, на базата на администрирането на конкретни банкови фалити, ефектът от тази кардинална промяна в несъстоятелността.

Участници и клиенти на схемата. Лимити за компенсация. Разпределение на клиентските активи по суми. Съфинансиране

Схемите за компенсиране на инвеститорите в държавите – членки на ЕС, са твърде разнообразни въпреки разпоредбите на Директива 97/9/ЕК, което се дължи на различната степен на развитие и на националните особености на капиталовия пазар. Независимо от прилагането на директивата в отделните страни съществуват различия – най-често те се отнасят до организационната структура и управлението на схемите, взаимоотношенията с националния регулаторен орган, взаимоотношенията със схемата за защита на депозитите, изискванията за участие в схемата на инвестиционните фирми, броя и вида на фирмите, участващи в схемата, инвеститорите, инвестиционните услуги и инструменти, които подлежат на компенсация, лимита за компенсация, финансирането на схемата и организацията и процедурите, свързани с изплащането на компенсации. Основните проблеми се наблюдават при изплащането на компенсации, забавяне на обявяването на фалит на инвестиционната фирма, установяване на инвеститорите, които подлежат на компенсация, липса на информация, доказваща исквете за компенсация, изчисляване размера на компенсацията и др. Независимо от тези проблеми на основата на направените проучвания Европейската комисия стига до заключението, че схемите за компенсиране на инвеститорите в държавите – членки на ЕС, работят сравнително добре и играят значителна роля при осигуряването на защита от последна инстанция за „дребните“ инвеститори⁵.

В схемата за компенсиране на инвеститорите участват фирмите, лицензирани да извършват инвестиционни услуги – типично това са инвестиционните (брокерски) фирми, наричани у нас инвестиционни посредници, а също банки, лицензирани за инвестиционни услуги. Но обхватът на схемите по страни е пъстър и отразява особеностите на националния капиталов пазар. Така например схемата в Австрия включва ипотечните банки и райфайзенбанките, в Ирлан-

⁵ Вж. Evaluation of the Investment Compensation Scheme Directive, DG Internal Market and Services, Executive Report and Recommendations (оповестен на 22 юни 2005 г.).

дия застрахователните брокери, в Полша пенсионните гружества, а в повечето страни се включват и управляващите гружества. Този хетерогенен състав на участниците в схемата се обяснява с удобство и икономии от мащаба. Поради това например в някои страни схемите за защита на инвеститорите и на вложителите са обединени. При този частен случай се премахва опасността от дублиране на вноските върху паричните средства, гържани в банките и предназначени за инвестиционни услуги. Тези средства попадат в базата, която се защитава и служи за изчисляване на вноските по депозитите. Във всички случаи обаче следва да се отбележи, че при обединените схеми е коректно да се разграничават съответните парични фондове, защото рисковете, които са повод за тяхното създаване, са различни. Интересен момент, на който ще се спрем по-нататък, е възможността при недостиг на средства единият паричен фонд да заема пари от другия. Дори схемите да не са обединени, съществуването на законови предпоставки за използване на тази възможност създава гъвкав механизъм за взаимно кредитиране при дефицит в една от схемите.

В България схемата за компенсирание на инвеститорите обхваща гва типа финансови институции – инвестиционните посредници и търговските банки, лицензирани да извършват дейност като инвестиционни посредници. За разлика от някои други страни в обхвата на българската схема не попадат управляващите гружества (19), пенсионните гружества (8), застрахователните гружества (33) и застрахователните брокери (193)⁶. Разбира се, не е необходимо всички тези финансови институции да имат една защитна схема, защото както техният характер, така и рисковете, свързани с тях, са разнородни. Световната практика показва, че в почти всички схеми за компенсирание на инвеститорите участват управляващите гружества. Към средата на 2006 г. у нас се обсъжда промяна в ЗППЦК, чрез която управляващите гружества да бъдат включени в обхвата на схемата, когато тяхната дейност има характера на инвестиционни услуги. По подобие на други страни има основание за включване на пенсионните гружества в обхвата на схемата у нас. В този случай обаче трябва внимателно да се обмислят характерът и обхватът на покритието. Аналогична е ситуацията със застрахователните гружества и застрахователните брокери, при които също може да бъде изградена защитна схема, защото потенциалът на застрахователния

⁶ Данните са взети от интернет страницата на КФН и са към 30 юни 2006 г.

пазар у нас е голям, а също поради рисковете и реалните случаи на фалити на застрахователни компании⁷. Предпазните разпоредби в законодателството, отнасящи се до действията на самите застрахователи при финансови затруднения, не са достатъчна защита за застрахованите лица, защото тази защита не се предлага от трето лице, както е по принцип при другите защитни схеми.

По принцип покритието на схемите се отнася както за физически, така и за юридически лица, като съществуват редица изключения и те се базират на способността на лицата, попадащи в тях, сами да оценяват и да контролират риска – това са т.нар. „професионални инвеститори“, или пък се изхожда от съществуването на заинтересовани лица, каквито са акционерите, мениджърите, одиторите на инвестиционните фирми и др. Изключват се държавни организации, самите участници в схемата и всички други финансови институции – банки, застрахователни компании, пенсионни дружества и др. В рамките на ЕС изключенията са посочени в Директива 97/9/ЕК, като е възприет негативен подход при изброяването им⁸.

В законодателството на повечето държави – членки на ЕС, изключенията са дадени изчерпателно, без да се оставя възможност за преценка от страна на инвестиционните фирми, надзора или схемата, кои лица попадат в схемата при определяне на вноските и при изплащане на компенсации. Това обстоятелство е твърде важно, като се има предвид големият брой на лицата – клиенти на инвестицион-

⁷ Действащият гаранционен фонд по застраховката „Гражданска отговорност“ има съвсем друго предназначение – той изплаща обезщетения на лица, които са претърпели щети, нанесени им от водачи, непритежаващи такава застраховка. Този фонд не защитава клиентите на застрахователи от риска, възникващ при фалит на застрахователна компания.

⁸ Съгласно Директива 97/9/ЕК изключенията са, както следва:

1. Професионални и институционални инвеститори, включително:

– инвестиционни посредници, така както са определени в член 1, § 2 от Директива 93/22/ЕИО;

– кредитни институции по смисъла на първото тире на член 1 от Директива на Съвета 77/780/ЕИО;

– финансови институции по смисъла на член 1, § 6 от Директива на Съвета 89/646/ЕИО;

– застрахователни предприятия;

– предприятия за колективни инвестиции;

– пенсионни фондове;

– други професионални инвеститори.

2. Наднационални институции, държавни и централни административни органи.

3. Провинциални, областни, местни и общински власти.

4. Директори, управители и лично отговорни членове на инвестиционни предприятия, лица, притежаващи най-малко 5% или повече от капитала на инвестиционни предприятия, лица, извършващи законоустановен одит на счетоводните документи на такива предприятия, и инвеститори с подобен статут в други предприятия в рамките на същата групировка.

5. Близки роднини и трети лица, действащи от името на инвеститорите, посочени в т. 4.

6. Други предприятия от същата групировка.

ните фирми, и по-сложните процедури при идентифициране на техните вземания, свързани с по-разнообразните форми на активи в сравнение например с банковите депозити, определянето на пазарната цена на активи, които не се търгуват на борсата, и необходимите в този случай изчисления, и др.

В някои схеми обаче се оставя възможност за преценка на определени изключения. Това се отнася най-вече за т.нар. „други професионални инвеститори“. Както отбелязват някои автори⁹, разпоредбата на директивата за изключване на категорията „други професионални и институционални инвеститори“ създава най-много проблеми на държавите – членки на ЕС. В Дания обхватът на изключенията е много ограничен, като те се свеждат до участниците в схемата, директорите и мениджърите на фалиралния инвестиционен посредник, фирмите, принадлежащи към групата на фалиралния инвестиционен посредник, и физическите и юридическите лица, държачи на 10% от капитала на фалиралата фирма. Въпреки разпоредбите в Директива 97/9/ЕК за изключване от обхвата на схемата на застрахователните компании, правителствени и общински организации и големи компании в Дания те попадат в нейния обхват. Колективните инвестиционни схеми и пенсионните фондове също участват в схемата, но компенсациите се изплащат на тях, а не на отделните участници. От друга страна, във Великобритания подробно се изброяват изключенията от схемата, като са определени ясни правила кои клиенти на инвестиционния посредник не подлежат на компенсация.

Точното дефиниране на изключенията е полезно при определяне на клиентите, подлежащи на компенсация, за да се избегнат недоразумения. Считаме, че възможността, която дава Наредба № 23, другите професионални инвеститори сами да определят критериите, които ги правят такива, води до затруднения при определяне на клиентите, подлежащи на компенсация. В ЗППЦК се изброяват изключенията от Директива 97/9/ЕК, в които влиза и категорията „други професионални и институционални инвеститори“. За краткия период

7. Инвеститори, носещи отговорност или които са се възползвали от определени факти, свързани с инвестиционно предприятие, и които са предизвикали финансови затруднения за предприятията или са допринесли за влошаване на финансовото му състояние.

8. Търговски дружества, които поради големината си нямат право да съставят съкратени счетоводни баланси съгласно член 11 от Четвъртата директива на Съвета 78/660/ЕИО от 25 юли 1978 г., приета на основание член 54, § 3, буква „ж“ от Договора, за годишните счетоводни отчети на някои видове дружества.

⁹ Вж. Яник, Б. Компенсационни системи за борсови инвеститори, действащи в държавите – членки на ЕС, в светлината на Директива 97/9 (превод от полски език).

след създаването на ФКИЦК в края на 2005 г. тази разпоредба вече създава затруднения у нас. През 2006 г. редица инвестиционни посредници се възползват – основателно или не – от тази възможност, за да намалят обема на клиентските активи, върху които се заплащат годишни вноски, и това води до силно свиване на базата за изчисляване на вноските. При пазарна капитализация от над 10 млрд. лв. в обхвата на Фонда попадат активи на сума около 1 млрд. лв. Всички останали книжа се гържат от лица, представляващи изключения¹⁰. За сравнение полският фонд за компенсиране на инвеститорите включва 85% от сумата на борсовата капитализация. Този проблем има няколко аспекта. Преди всичко трябва да е ясна регламентацията на това изключение. Както вече посочихме, по-доброто решение е изчерпателно да се посочат изключенията, отнасящи се до професионалните и институционални инвеститори, като се изхожда от общоприетото предположение, че именно това са лицата, които са достатъчно компетентни сами да управляват рисковете. По принцип защитните схеми са насочени към гребните клиенти – физически и юридически лица. Доколкото в дадена страна преобладават гребните и средни фирми, какъвто е случаят и с България, схемите следва да обхващат и фирмите. Това ни води до друг аспект, а именно – големината на фирмите, защото понякога една фирма има приблизително толкова активи, колкото типично има едно физическо лице. Законовата регламентация в България определя физическо лице с полугодишен оборот от 50 000 лв. като изключение от схемата. При достигане на лимита за покритие от 40 000 лв., което ще стане и в България през 2010 г., при фалит на посредника за такова лице едва ли ще е безинтересна възможността да получи максималната сума на покритието.

Важен детайл при разглеждане на горното изключение е процедурата за установяване на такива инвеститори. Съгласно Наредба № 23 на КФН това става чрез декларации, подписани от съответните физически и юридически лица и представени на инвестиционния посредник, при който те гържат книжа. Доколко тези декларации са достоверни следва да бъде установено след надзорни проверки. Тук обръщаме внимание по-скоро на регулативната рамка, която не трябва да допуска произволно изключване на клиентски активи от

¹⁰ След влизането в сила на Наредба № 23 на КФН някои от посредниците, включително големи посредници и банки, промениха неколкостранно сумата на клиентските активи, подлежащи на компенсация, в посока на нейното намаляване. Това намаляване е особено голямо в няколко случая, където неговият размер е от 2 до 5 и повече пъти.

обхвата на защитната схема. По наша преценка изискванията за „другите професионални инвеститори“ понастоящем са слаби и това има значение в първоначалния период от съществуване на схемата, когато тя трябва сравнително бързо да набере достатъчно средства, за да може да изпълнява своята роля и инвеститорите да „повярват“ в способността ѝ да ги компенсира, ако се наложи тя да бъде задействана. Защитен фонд без достатъчно парични средства не може да поддържа доверието в капиталовия пазар, обезсмисля се и става бреме за участниците. Има случаи (например в Ирландия), където при създаването на схемата инвестиционните фирми са направили вноски върху всички активи, гържани при тях, без да се допускат изключения, с оглед тя бързо да натрупа средства.

Горният проблем възниква, разбира се, и при настъпването на фалит и изплащане на компенсации. Тогава отново трябва да се определят изключенията, като във връзка с „другите професионални и институционални инвеститори“ могат да се появят същите усложнения. Не може да се твърди, че съществува симетрия между изключенията на входа и изхода на системата, но опитът на други страни показва, че тези затруднения могат да се избегнат, като изключенията бъдат посочени изчерпателно в регулативната рамка. Едва ли може са приеме доводът, че всички такива инвеститори не са заинтересовани от получаване на лимитираната сума на покритието, защото тя е твърде малка в сравнение със загубата, която понасят, бидейки по презумпция „едри играчи“¹¹. Случаите на фалити на инвестиционни фирми от страни – членки на ЕС, показват, че към схемата предявяват искове за компенсация и лица, които попадат в изключенията (разбира се, такива искове се отхвърлят).

С директива на ЕС предстои да бъде определен размерът на малките и средните предприятия. В тази област съществува и национално законодателство¹². Едно възможно решение е в обхвата на изключенията да останат само фирми, които не са малки и средни, т.е. те да се считат за професионални инвеститори. Ако това стане, в схемата ще бъдат включени фирми, които сега представляват изключения.

¹¹ При първия банков фалит у нас през 1999 г., протекъл по правилата на новосъздадения ФГВБ, имаше случаи, когато лица, попадащи в изключенията, потърсиха обезщетение от фонда и бяха много разочаровани, че няма основание да го получат, макар да притежаваха активи, възлизащи на значително по-големи суми от лимитираното покритие. Интересни са също случаите на затегнали се спорове с немалки банки, които се опитваха да намалят базата за изчисляване на вноските, манипулирайки своя баланс. Този втори проблем беше решен с промяна в законодателството, чрез която базата за изчисляване на вноските към края на годината бе заменена със среднодневна база.

¹² Вж. Закон за малките и средните предприятия, обн. ДВ, бр. 84 от 24.IX.1999 г.

Правната уредба на изключенията, отнасяща се до „другите професионални и институционални инвеститори“ – чл. 2, ал. 3, т. 13 от Наредба № 23, следва да се прецизира и от друго гледище. Тя визира „други професионални и институционални инвеститори“, но в § 1, ал. 1 на допълнителната разпоредба фактически се говори само за „други професионални инвеститори“ и във връзка с физическите лица се препраща към чл. 12, ал. 3 от Наредба № 2 на КФН, където са определени изискванията за физически лица, които са професионални инвеститори. За тях е установен регистрационен режим, но той е доброволен. За самите изисквания към тях стана дума по-горе и те са твърде слаби, което от гледище на схемите за компенсиране на инвеститорите ги приближава към дребните инвеститори. Юридическите лица от своя страна разполагат с опцията да изберат най-малко два от четири критерия. Логично е те да изберат по-слабите и по-лесно изпълними критерии, което прави тази разпоредба непрецизна.

В повечето страни лимитите на компенсацията са съобразени с предвидените в директивата, а именно – 20 000 евро (вж. приложение № 1). Само във Франция, Гърция, Португалия, Швеция и Великобритания лимитът е по-висок от предвидения в директивата, като във Франция той е най-висок и достига 70 000 евро. В страните, където двете схеми – за защита на депозитите и за компенсиране на инвеститорите – са обединени, паричните средства, предоставени за инвестиционни услуги на банки, се компенсират в системата за гарантиране на депозитите, т.е. при фалит на банка, която е и инвестиционен посредник, клиентът е защитен до съответния лимит за депозитите плюс лимита за ценни книжа. Това се отнася например за Белгия, Дания, Люксембург и гр. Специфична е компенсацията във Франция, където лимитът е 70 000 евро за парични средства с инвестиционно предназначение плюс 70 000 евро за ценни книжа.

В седем от „новите“ държави – членки на ЕС, има споразумения за преходен период, в който да бъде достигнат максималният лимит от 20 000 евро, с краен срок 2008 г., а Кипър, Малта и Чехия нямат такива споразумения. Румъния има споразумение за преходен период до 2012 г. За България този преходен период е до 2010 г.

Към 2004 г. само три от „старите“ държави членки прилагат 90% покритие на искове на инвеститорите при евентуален фалит на инвестиционен посредник – Ирландия, Германия и Финландия. Останалите дванадесет държави членки прилагат 100% покритие, като в Австрия то се отнася само за физическите лица, а за всички други е 90%, във Великобритания то се отнася за първите 30 000 лири, а за оставащите 20 000 лири е 90%. Това показва, че лимитираното

покритие от 20 000 евро се счита за ниско, съпоставено с равнището на доходите и спестяванията в ЕС.

За разлика от тях обаче половината от „новите“ гържави – членки на ЕС, покриват до 90% от вземането – Чехия, Естония, Латвия, Малта и Словакия, като тези 90% се отнасят за различни нива на покритие поради съществуването на споразумения за преходен период. Полша прилага покритие от 100% за компенсация до 3000 евро и 90% за останалите суми до лимита на компенсацията. Литва прилага компенсация до 100% за суми до 2900 евро, а за останалите суми до достигане на лимита компенсацията е до 90%.¹³ Словения, Кипър и Унгария осигуряват 100% компенсация на инвеститора до лимита от 20 000 евро.

Ако сравним стандартния за ЕС лимит на покритието от 20 000 евро с някои основни показатели за развитието на икономиката, доходите и жизненото равнище в отделните страни – „стари“, „нови“ членки на ЕС и кандидат-членки, ще видим, че това ниво ще се окаже твърде ниско за развитите европейски гържави, но че същевременно то натоварва силно инвестиционния сектор в по-слабите страни, включително България. Това е така, защото капиталовият пазар в тези страни е недостатъчно развит, инвестиционните фирми са по-малки и защитените активи на едно лице са средно по-малко.

Опитът с фалити в други страни показва, че повечето искове за компенсиране са на по-малки суми от максималния лимит на компенсацията – 20 000 евро. Но остават инвеститори, които имат активи за по-големи суми и поради това не могат да бъдат напълно обезщетени от схемата (вж. приложение № 2). Наблюденията показват, че фалират по-малки фирми и с относително малко на брой клиенти, но дори и в тези случаи броят на засегнатите инвеститори не е за пренебрегване. Тук възниква и един друг проблем, който е по-скоро технически, а именно, как да се третираат клиентите на инвестиционни посредници, които имат много малки по размер активи или парични средства. Изплащането на компенсация на тези клиенти отнема време и изисква разходи, поради което в някои страни се обсъжда въпросът за въвеждане на долна граница за компенсиране, като сумите под тази граница не подлежат на обезщетение.

Разпределението на защитените активи по клиенти, т.е. сегментирането на клиентите според размера на инвестицията, е важно във връзка с оценката на вероятността за въвеждане на схемата в

¹³ Данните са към 2004 г., източник: OXERA, цит. съч.

действие, с определяне на размера на вноските и целевото ниво на паричния фонд, ако такова съществува. Анализът на това разпределение би показал какъв е адекватният размер на паричния фонд, за да може той да покрие един нормален размер на компенсации при фалити на инвестиционни фирми. Този нормален размер зависи от големината и особеностите на капиталовия пазар, от обхвата на компенсацията, включително отнасяща се за физически и юридически лица. В рамките на ЕС разглежданият въпрос е решен чрез установяване на минимален лимит на покритието, въпреки че разпределението на защитените активи варира по страни. Към момента ФКИЦК разполага с информация за броя на клиентите на инвестиционните посредници, сегментирана според размера на държаните от тях книжа, но тази информация обхваща и изключенията от обхвата на схемата. Такава информация следва да бъде прецизирана, като се редуцират изключенията и се включат също паричните средства на клиентите. Това ще позволи да се направи анализ, който да спомогне за оценка на необходимия паричен фонд за изплащане на компенсации и определяне на неговото целево ниво, т.е. за оптимизиране на схемата. Анализът на съществуващата досега информация показва, че преобладават предимно гребните инвеститори, които държат книжа до 1000 лв. При евентуалното възникване на събитие, което би задействало схемата, това би довело до изплащане на компенсации на много на брой клиенти.

**Финансиране на схемите – *ex ante*, *ex post*,
встъпителни вноски и встъпително финансиране.
Пропорционални и рисковопретеглени премии.
Финансиране при недостиг на средства
и системни кризи. Целево ниво на паричния фонд**

Съществуват два основни метода или подхода за финансиране на схемите – *ex ante* и *ex post*. При първия метод участниците в схемата правят вноски предварително, без да се чака настъпването на събитие, което да задейства схемата. Така се формира паричен фонд, който при нужда може незабавно да се използва. При втория метод не се събират вноски предварително, а това става при възникване на случай за изплащане на компенсации. Независимо от това има създадена схема, наблюдава се капиталовият пазар, анализира се опасността от евентуални фалити на инвестиционните фирми и се правят разходи за нейното администриране. Съществува и смесен тип, при който се комбинират елементи на двете схеми, като

основната част от вноските се прави *ex post*, а предварително се събира малка част от тях, с която да се покрият административните разходи. Някои схеми използват фиксиран компонент при калкулиране на годишната вноска, заплащан от всички участници и представляващ част от годишната вноска. В някои страни се среща и друга комбинация, като единият метод се прилага за определени финансови институции, а другият за останалите. Освен вноски от участниците, схемите могат да се финансират и от други източници, като дарения, приходи от глоби, такси и др., но значението на тези източници е малко. Компенсационните схеми във Франция и Португалия получават приходи от събраните глоби на участници в схемата при нарушаване на законодателството, регламентиращо финансовите услуги.

Двата основни метода имат своите предимства и недостатъци. Съвременната тенденция е към разпространение на схемите *ex ante*. Предимството на този подход е, че в спокойна обстановка предварително и за по-дълъг период се формира паричен фонд, който е налице за изплащане на компенсаци. Неудобството е, че по този начин част от средствата се използват не по своето пряко предназначение, което натоварва финансово инвестиционните фирми и те могат да се опитат да прехвърлят такива разходи върху своите клиенти. Това неудобство е валидно най-вече за страни, където продължително време не е имало фалити. Всички схеми, които се финансират по метода *ex ante*, имат право да изискват допълнителни вноски при липса на достатъчно средства за изплащане на компенсациите.

При финансиране от типа *ex post* участниците в схемата не правят текущо вноски, но при настъпване на събитие, водещо до изплащане на компенсаци, вноските се събират наведнъж в кратки срокове, което може да създаде ликвидни затруднения за инвестиционните фирми и най-вече за по-слабите от тях. Освен това така се създава несправедливост за фалиралите фирми, тъй като те най-вероятно няма да могат да платят вноските си и фалитът се поема изцяло от фирми, които нямат вина за това, т.е. „добрите“ фирми субсидират „лошите“.

От „старите“ гържави – членки на ЕС, Австрия, Италия, Швеция, Люксембург и Великобритания имат схеми от типа *ex post*, но в повечето от тези схеми текущо се събират определени вноски, за да се финансират административните разходи на схемата. Фирмите, участващи в схемата, обикновено си поделят поравно финансирането ѝ. Белгийската схема е смесена, като вноски от типа *ex ante* се събират от кредитните институции и брокерските фирми, а мето-

гът *ex post* се прилага при управляващите дружества и фирми, плащащи финансови инструменти. В Дания, Гърция и Португалия паричните годишни вноски се заместват или допълват от блокирани активи. По този начин фирмите гарантират заплащането на вноските при необходимост. От десетте „нови“ членки само Латвия има система от типа *ex post*. Всички останали страни използват системата *ex ante*. Интересен е случаят със Словения, където вместо да правят парични вноски, фирмите са задължени да гържат определен обем ликвидни книжа на централната банка.

В България схемата за компенсирание на инвеститорите е от типа *ex ante*, което е по-добрият вариант поради незрелостта на капиталовия пазар и наличието на голям брой малки фирми, финансовата тежест върху които би била много голяма, ако вноските се събират едва след фалит на инвестиционен посредник. Също така поради ограниченията на паричния съвет не може да се разчита на заеми нито от гържавата, нито от централната банка. Трябва да се натрупа достатъчен фонд колкото може по-рано. Въпреки че системата *ex ante* е по-скъпа, тъй като предварителното събиране на вноски изисква администриране на схемата, този вариант за момента е по-походящ. Това съответства и на съвременните тенденции, които дават приоритет на *ex ante* финансирането на схемите.

По принцип при създаването на схемите се правят встъпителни вноски, чието предназначение е бързо да се формира първоначален капитал, който да се използва при евентуални фалити. Практиката показва също, че в редица случаи се налага изплащане на компенсации още при създаването на схемата или скоро след това. В такъв случай е трудно да се използват бързо и резултатно други източници за набирание на средства. Освен това встъпителните вноски могат да се разглеждат като признак за членство в специфичния „клуб“, какъвто е схемата, което е важно за инвестиционните фирми и техните клиенти. Дори инвестиционната фирма да няма в този момент клиентски активи, участието в схемата е индикатор за принадлежност към институция, която би защитила и нейните клиенти в бъдеще. Встъпителните вноски в някои страни (Австрия, Франция) са във формата на придобиване на дялове в схемата. В отделни страни институции като централната банка, министерството на финансите и др. също участват в първоначалния паричен фонд на схемата, но такива случаи са много редки. В повечето схеми встъпителните вноски се определят като процент от капитала или от друга база, а също в абсолютна сума, като може да се фиксира минимум, под който встъпителната вноска да не пада. В българската схе-

ма тази вноски е еднократна и се изчислява към минималния капитал за съответния вид инвестиционна дейност, при което се формират три нива на вноските за инвестиционните посредници и едно ниво за банките. Заплащането на тези вноски не се обвързва с наличието на клиентски активи към този момент.

Основен въпрос при финансирането на системите са вноските на участниците, и по-конкретно базата за определянето им, начинът на изчисляване – пропорционални или рисковопреметелни, изключенията и гр. Директива 97/9/ЕК разделя клиентските активи на два вида – финансови инструменти и парични средства, и въз основа на това се прави разграничение в размера на вноските и начина на определянето им. Могат да бъдат приложени различни подходи при изчисляване на вноските от различните участници в схемата – инвестиционни посредници, кредитни институции и гр.

Съществува разнообразие при определяне на базата, върху която се изчисляват годишните (премийни) вноски. Основно като база се използват клиентските книжа и паричните средства, държани при инвестиционните фирми, броят на клиентите на фирмата, приходите или друг индикатор за оборота на инвестиционната фирма, броят на служителите във фирмата, оторизирани да извършват операции от името на инвеститорите, капиталът на фирмата, депозитите в кредитните институции (заместващи друг индикатор за обема на инвестиционната дейност). Някои страни прилагат смесена база за определяне на вноските, например брой клиенти и обем на клиентските активи. Възможно е също прилагането на различна база в зависимост от типа на участниците в схемата – инвестиционни фирми, кредитни институции и гр. Освен различната база за различните типове участници се прилагат обикновено и различни проценти при калкулиране на вноските. В българската схема за база се използва сумата на клиентските активи, държани при инвестиционния посредник, като се прави разграничение между паричните средства и книжата и върху тях се изчисляват различни процентни вноски. По-горе вече разгледахме проблема за вноските на банките върху паричните средства. Различният процент на вноските върху двата вида активи е свързан с по-големия риск върху паричните средства, откъдето и по-големият процент върху тях, и съответно по-ниският процент върху книжата.

Размерът на лихвените проценти се определя в зависимост от риска, големината на покритието, броя на клиентите, таргетираното ниво на паричния фонд, който схемата трябва да достигне, стабилността на капиталовия пазар, типа на финансиране на схемата,

а също така дали тя е новосъздадена или има по-продължително съществуване. Поради влиянието на всички тези фактори обикновено на мениджмънта на схемите се дава право да променят процентите, като обаче законодателството определя таван за тях. Освен това след набирането на определени суми процентът на вноските може да се редуцира или те изобщо да бъдат прекратени. Съществува обаче интересно разбиране, че макар да е набран достатъчно голям паричен фонд, трябва да се запази известно минимално ниво на вноските, особено като се има предвид динамиката на пазара, т.е. включването и отпадането на нови фирми. Казаното по-горе се отнася преди всичко за схемите *ex ante*.

Малко схеми в Европа прилагат рисково претеглени вноски при схемите за компенсирание на инвеститорите, като методиката за определяне на рисково претеглените вноски е заимствана от схемите за гарантиране на депозитите. Само Франция прилага в чист вид този подход, като защитената база се претегля с рисков индикатор, който отчита капиталовата адекватност и оперативната печалба. Диференциране на вноските според вида на инвестиционните услуги има във Финландия, а в Германия са определени три нива на вноските според вида на разрешените дейности. Условно схемата в Дания допуска диференциране на вноските, но това не се прави на практика. Теоретично рисково претеглените вноски имат предимство, тъй като при тях с по-големи вноски се натоварват по-рисковите инвестиционни фирми, но практическото прилагане на такъв подход е сложно, налага по-големи разходи и дори може да се окаже дестабилизиращо за капиталовия пазар, защото с по-големи вноски ще бъдат натоварени по-слабите фирми. Затова в масовия случай вноските се определят по-ясно и просто като пропорционални. В България се прилагат пропорционални вноски за всички инвестиционни посредници, като се има предвид, че схемата е нова, не се дават рейтинги на инвестиционните посредници и финансовият надзор не е развит в тази посока. Същевременно системата за гарантиране на депозитите в България, която съществува повече от седем години, се развива в посока на въвеждане на рисково претеглени премии, което съответства на тенденцията за развитие на тези системи в света.

Схемите за компенсирание на инвеститорите са конструирани по такъв начин, че да могат да посрещнат фалит на една средно голяма институция с типичен за съответния пазар брой клиенти и размери на клиентските активи, т.е. не е нужно да се акумулират прекалено много средства на инвестиционните фирми, защото така се отвлечат средства от тяхното нормално използване на капиталом

вия пазар и това оскъпява услугите на инвестиционните фирми, тъй като те ще се опитат да прехвърлят тези разходи върху клиентите. Освен това поради законовите изисквания за сигурност и ликвидност защитната схема не е в състояние да инвестира събраните средства по такъв начин, че те да носят възвръщаемост, каквато биха осигурили самите инвестиционни фирми на пазара.

Поради това често се среща ситуацията на недостиг от средства в схемата, с които да се покрият настъпили рискове. Законодателството е предвидило това и на базата на опита в редица страни са разработени механизми за покриване на такъв недостиг. В повечето държави членки, при които схемите се финансират по метода *ex ante*, се определя целево ниво на паричните средства, акумулирани в схемата, на чиято база се определя и размерът на вноските. Законодателството предвижда възможност при недостиг на паричните средства за изплащането на компенсационна схемата да събира допълнителни средства от участниците под формата на по-високи вноски или предвидително да се съберат бъдещи вноски. Същевременно обаче събирането на допълнителни вноски от участниците в схемата носи и рискове, изразяващи се в това, че ако са прекалено високи, те могат да предизвикат финансови затруднения у някои участници, а това в частност е нежелателно при нестабилен капиталов пазар. Поради тази причина всички схеми предвиждат пределна възможност за увеличаване на вноските при недостиг на средства в схемата.

Освен този най-популярен и често използван метод за финансиране на схемите при недостиг съществуват и други възможности. Схемите могат да получат заеми от пазара, централната банка, държавата или други защитни схеми, например тази за гарантиране на депозитите, която обикновено разполага със значителни средства. Срещат се също и случаи на гарантиране на заемите от страна на държавата, но те са сравнително редки. В Дания има държавна гаранция при отпускане на кредит на схемата от други източници, схемата в Холандия може да получи безлихвени аванси от централната банка, при изключителни обстоятелства схемата в Испания може да получи заем от държавата, а схемата в Швеция може да получи заем от националната служба по гълга.

Сравнително рядко се използват други начини за покриване на дефицита, например схемите във Финландия и Гърция са прибегвали до застраховане от застрахователни компании, но тази практика е изоставена поради високите разходи, свързани с нея. В Европа днес не се срещат случаи на застраховане с цел покриване на експозицията на участниците в схемите.

При ликвидиране на фалиралите инвестиционни фирми компенсационните схеми събират по принцип средствата, изразходвани за компенсиране на клиентите, и събраните средства се възвръщат или добавят към наличния паричен фонд. За тази цел се използват приходите от осребрените в процеса на ликвидация активи на фалирания посредник. Размерът на тези приходи варира от един случай на друг, като той може да бъде и много висок. В доклада на OXERA се съобщават частични данни за това, като се посочва случай на възвръщане на 80% от направените разходи¹⁴.

Макар една от причините за съществуването на защитните схеми да е грижата на държава за поддържане на доверието в капиталовия пазар, твърде малко на брой са схемите, които имат възможност да получат директно финансиране при недостиг на средства от държавата или от централната банка. Счита се, че макар да изпълняват обществени функции, тези схеми трябва да се финансират от съответната финансова индустрия, защото по този начин схемите ще се управляват по най-ефективния начин и ще се минимизират административните разходи. Специфично за схемите за компенсиране на инвеститорите е това, че потенциалът за акумулиране на паричен фонд е значително по-малък в сравнение например с гарантирането на депозитите, поради което и приходите от собствени инвестиции са по-малки. От друга страна обаче, държавата не може да бъде безразлична към създаването и функционирането на тези схеми, тъй като в тях е концентриран голям обществен интерес. Това се изразява в големия състав и широкото представителство на управителните тела на схемите, една от целите на което е да се избегне конфликтът на интереси. Евентуална гаранция от страна на държавата при получаване на заем от пазара би улеснила финансирането на дефицит на схемите, защото дори тя никога да не се използва, самото ѝ съществуване е фактор, който засилва доверието във финансовото състояние на схемите. Това обстоятелство е особено важно при евентуална криза на капиталовия пазар от голям мащаб, когато би се наложило изплащане на значителни по размери компенсации и това ще изисква средства, надхвърлящи възможностите на схемата и традиционните начини за финансиране на дефицит.

Българското законодателство регламентира финансирането на дефицита да става чрез авансово събиране на вноските за следващи периоди, увеличаване размера на годишната вноска, но до определени лимити, и ползване на заеми при условия не по-неблагоприятни от па-

¹⁴ Вж. OXERA, цит. съч., с. 74..

зарните. В ЗППЦК не е определена йерархия на тези начини за покриване на недостига, което е добро решение, защото така се създава гъвкавост при тяхното използване. Може да се окаже най-удобно първо да се прибегне до получаване на заем и паралелно с него да се съберат допълнителни средства от инвестиционните посредници, защото иначе посредниците биха били натоварени с по-значителни плащания, които ще създадат ликвидни затруднения за някои от тях.

Интересна възможност за финансиране на дефицита е взаимното кредитиране между различни схеми в рамките на една държава. Има малко такива случаи и те в частност се отнасят до кредит, отпуснат от схемата за гарантиране на депозитите на схемата за компенсирание на инвеститорите. В чиста форма такъв е случаят във Великобритания, в Холандия може да стане прехвърляне на средства между двете схеми в случай на фалити на големи фирми. В Ирландия се дискутира опцията за взаимно кредитиране между двете схеми чрез промяна в законодателството. Заслужава да се обсъди възможността за създаване на механизъм, чрез който ФКИЦК да може да получи при необходимост заем от ФГВБ. Аргумент в полза на това е обстоятелството, че при съществуващата практика за формиране на паричния фонд на ФКИЦК банките – инвестиционни посредници, не правят вноски във ФКИЦК върху паричните средства, държани при тях във връзка с предоставяни инвестиционни услуги. Тези средства се третирали като депозити и по-конкретно като „други кредитни салда“ и попадат на общо основание в базата за определяне на вноските и изплащане на гаранции по депозитите. Тази ситуация не е необичайна. В повечето държави – членки на ЕС, паричните средства, предоставени на банки за извършване на инвестиционни услуги, се включват в обхвата на защитата на депозитите поради трудности при тяхното разграничаване от парични средства с друго предназначение, държани в кредитните институции. ЗППЦК изисква банките – инвестиционни посредници, да правят вноски във ФКИЦК върху паричните средства на клиенти, държани с цел инвестиции, и съответно тези средства да бъдат включени в активите, защитени от ФКИЦК. Понеже банките фактически не правят такива вноски, възниква асиметрия между натрупания паричен фонд за компенсирание на инвеститорите и потребността от средства за изплащане на компенсация при фалит на банка – инвестиционен посредник, тъй като източник за изплащане на тези компенсации следва да бъде ФКИЦК. Това от формално гледище е нарушение на закона и е внесено предложение за промяна в него, с която ФКИЦК да не събира вноски от банките върху техните парични средства. Това

означава, че при фалит на банка клиентът би получил компенсация от ФКИЦК до 12 000 (лимита, валиден за 2006 г.) за клиентските активи, гържани от банката, и компенсация от ФГВБ за паричните средства, гържани в банката, в размер до 25 000 лв. При фалит на инвестиционен посредник клиентските активи – книгата и паричните средства – се покриват изцяло от ФКИЦК, като максималната сума, която клиентът на инвестиционния посредник може да получи от Фонда за всичките си активи, е 12 000 лв. Това поставя в неравностойно положение клиентите на банките – инвестиционни посредници, и тези на инвестиционните посредници.

В някои схеми от типа *ex ante* и тяхната законодателна уредба изрично е определено целево ниво на паричния фонд, след чието достигане вноските могат да бъдат намалени или прекратени. Според нас базата за определяне на това целево ниво и самият му размер не винаги са добре аргументирани. Този въпрос е свързан с определянето на адекватен размер на фонда, който да може да покрие евентуални компенсации. За да се определи такъв адекватен размер, е необходим сериозен емпиричен анализ, който да отчита и специфичните национални особености на схемата, в т.ч. степента на развитие на капиталовия пазар, обема на сделките, видовете книжа, броя и големината на инвестиционните фирми и техните клиенти. Така например, ако се погледне сумата на клиентските активи, падаща се на една инвестиционна фирма, ще се установят големи вариации по страни, което затруднява определянето на параметрите на типичната фирма, респ. клиент, и оттук изчисляването на адекватен паричен фонд. Случаите на фалити на инвестиционни фирми досега сочат, че фалират предимно малки фирми, като сумите на изплатените компенсации остават средно под минималното ниво на защита. Това поставя важния въпрос за способността на схемите да посрещнат изплащане на компенсации при фалит на големи фирми.

Тази способност може да се определи на базата на конкретен анализ, какъвто според наличната информация твърде малко схеми имат. Анализът е затруднен от факта, че някои схеми не разполагат с информация за оценка на предполагаемите бъдещи компенсации, което включва информация за сумата на клиентските активи и броя на клиентите. Такава информация е необходима и за определяне на целевото ниво на фонда. Изследването на OXERA се позовава на методика за определяне на целевото ниво, заимствана от системата за гарантиране на депозитите и изследванията на някои автори, например, Джилтън Гарсия. Изхожда се от изискваната капиталова адекватност на банките и на тази база се определя минимално и мак-

симално ниво на целевия фонд в зависимост от риска на участниците в схемата и сумата на клиентските активи¹⁵. Ако приложим тази методика за България, използвайки установеното със закона покритие, при сума на защитените активи към 31.XII.2005 г. в размер на 795.5 млн. лв.¹⁶, ще получим минимално ниво на паричния фонд между 1.59 млн. лв. и 6.36 млн. лв. и максимално ниво от 31.82 млн. лв.¹⁷ В ЗППЦК е определено целево ниво на българската схема в размер на 5% от сумата на клиентските активи, т.е. вземайки предвид общата сума на клиентските активи към 31.XII.2005 г., размерът на целевия фонд към настоящия момент би бил 39.77 млн. лв., което надхвърля посочения по-горе максимум. Могат да се използват и по-сложни методи за оценка на целевото ниво на паричния фонд на база на модели за оценка на риска в банковата система.

Интересни, макар и предварителни изводи могат да се направят от анализа на данните за клиентските активи, подлежащи на компенсация, по групи инвестиционни посредници според размера на минимално изисквания капитал към 31.XII.2005 г. (200 хил. лв., 250 хил. лв. и 1 млн. лв.) и за търговските банки, извършващи дейност като инвестиционни посредници. При инвестиционните посредници с минимален капитал от 1 млн. лв. дялът на книжата, подлежащи на компенсация за октомври, ноември и декември 2005 г., варира между 39% и 33% от всички клиентски активи, а дялът на паричните средства, подлежащи на компенсация, се движи между 5% и 7%. На десетте най-големи посредници (според размера на клиентските им активи с минимален капитал от 1 млн. лв.) се падат между 79% и 89% от сумата на всички клиентски активи за тази група за последното тримесечие на 2005 г., което означава, че в сектора се наблюдава силна концентрация. Дялът на активите, подлежащи на компенсация в тази група, варира по инвестиционни посредници между 10% и 65%, а размерът на изключенията като процент от общите изключения е между 82% и 95%, което показва, че значителна част от клиентите, които се изключват от обхвата на схемата, са клиенти именно на 10-те най-големи посредници в групата с минимален капитал 1 млн. лв.

¹⁵ Пак там, с. 84.

¹⁶ Тези данни са изчислени на база постъпилата информация във ФКИЦК за стойността на клиентските активи, подлежащи на компенсация. Инвестиционните посредници са задължени да представят ежемесечно във Фонда справка по чл. 77н, ал. 11 от ЗППЦК относно активите на клиентите, подлежащи на компенсация от ФКИЦК.

¹⁷ Минималното ниво се получава при предположението, че при фалит се компенсират между 5% и 20% от защитените активи, а максималното ниво – ако всички защитени активи се компенсират и се използва изискването за капиталова адекватност от 8%.

Клиентските активи, подлежащи на компенсация при инвестиционните посредници с минимален капитал от 250 хил. лв. за месеците октомври, ноември и декември 2005 г. са съответно 23%, 21% и 19% от общия размер на всички клиентски активи. Паричните средства за разглеждания период са между 1% и 2%. При инвестиционните посредници от тази група също се наблюдава значително ниво на концентрация, тъй като на десетте най-големи посредници от групата се падат около 86% от клиентските активи. Нивото на изключенията също е доста високо – те заемат 82% от всички клиентски активи за октомври и ноември и 87% за декември. Делът на активите, подлежащи на компенсация при десетте най-големи посредници от групата, варира силно – от 1% до 97%, т.е. не може да се направи заключение, че десетте най-големи посредници са определящи за размера на изключенията или за активите, подлежащи на компенсация.

Най-малка е групата на инвестиционните посредници с минимален капитал от 200 хил. лв. При тях делът на клиентските активи, подлежащи на компенсация, е между 19% и 22% за последното тримесечие на 2005 г., а делът на паричните средства в общия размер на клиентските активи, подлежащи на компенсация, е между 10% и 22%. Поради по-високия дял на паричните средства в тази група при нея съществува по-голям риск в сравнение с другите групи.

Делът на активите, подлежащи на компенсация при търговските банки – инвестиционни посредници, за последното тримесечие на 2005 г. варира между 13% и 15%. Банките не представят информация за паричните средства, поради което не може да се определи тяхното съотношение към общия обем клиентски активи, подлежащи на компенсация. При търговските банки съществува силна концентрация на клиентските активи, като 10-те най-големи банки (според обема на клиентските активи) държат между 86% и 92% от общия обем на активите на търговските банки – инвестиционни посредници. В тези 10 банки се наблюдават и най-много изключения от обхвата на схемата за банките – инвестиционни посредници.

Определянето на размер на целевия фонд в схемите, където това се среща, не се базира на точни изчисления, а и те не могат да бъдат такива. Но дори да бъде коректно определен адекватен паричен фонд, това не означава, че той трябва непременно да се натрупа предварително. Неговият размер би трябвало да се коригира с вероятността за настъпване на фалити и очаквания размер на компенсациите. Обикновено определянето на размера на вноските и целевия паричен фонд не се прави на базата на точни изследователски модели.

Случаи на фалити на инвестиционни фирми

По-долу ще разгледаме някои случаи на фалити на инвестиционни фирми, при които се е наложило задействане на схемите за компенсирание на инвеститорите¹⁸. Този анализ е интересен, защото разкрива конкретните причини, поради които инвестиционните фирми се оказват в невъзможност да върнат тържаните при тях клиентски активи, а също заради поуците от такива случаи и възможността за евентуалното им предотвратяване в бъдеще.

Преди всичко следва да се разгледа ситуацията, която води до изплащане на компенсации на инвеститорите¹⁹. Една схема за компенсирание на инвеститорите ще влезе в действие тогава, когато финансовото състояние на съответната инвестиционна фирма не ѝ позволява да върне клиентските активи на техния собственик – това състояние най-кратко, но не най-точно се характеризира с термина фалит. Тук следва да се отчитат и начинът на счетоводно отразяване на клиентските активи и опасността от смесване в баланса на собствени и клиентски активи, каквото в частност счетоводните стандарти у нас допускат. Ситуация на неплатежеспособност възниква, когато съответната инвестиционна фирма е обявена във фалит, но също и когато, без това да е станало формално, надзорният орган уведомява защитната схема, че инвестиционната фирма не може да изплати обратно паричните средства или да възстанови финансовите инструменти на клиентите както незабавно, така и в близко бъдеще.

В изследването на OXERA се разглеждат фалити на инвестиционни фирми в тържавите – членки на ЕС, до 2004 г. Общият брой на тези фалити е 47, като не се включва Великобритания, където от 1999 до 2003 г. са фалирали 1608 фирми. Този голям брой фалити в страната се дължи на покриване от схемата на риска „лош съвет“, който съобразно Директива 2004/39/ЕК²⁰ е най-често предлаганата услуга от инвестиционните фирми. Посочват се следните причини

¹⁸ По информация от: OXERA, цит. съч., Допълнения.

¹⁹ По този въпрос българското законодателство стъпва на разпоредбите на Директива 97/9/ЕК. Съгласно чл. 77а, ал. 2 от ЗППЦК компенсации се изплащат „в случаите, когато инвестиционният посредник не е в състояние да изпълни задълженията си към клиентите поради причини, пряко свързани с неговото финансово състояние“, като се конкретизират два такива случая – първо, когато съдът е открил производство по несъстоятелност на инвестиционния посредник, и второ, когато е отнет лицензът на инвестиционния посредник.

²⁰ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

за фалит: присвояване на парични средства на клиенти, некоректна регистрация на книжа, злоупотреба, смесване на клиентските активи със собствените поради нарушаване на счетоводните правила, професионална небрежност, фалит на трета страна²¹.

Специално следва да се отбележи ситуацията във Великобритания, където схемата за компенсиране на инвеститорите изплаща компенсации в случаи на лош съвет, като тези случаи се отнасят преди всичко за продажби на пенсионни схеми, когато клиентите са били погрешно посъветвани да преместят пенсионните си застраховки при други посредници. Случаите на изплащане на компенсации във Великобритания, дължащи се на лош съвет, обхващат около 90% от всички случаи на изплащане на компенсации, докато случаите на кражба на клиентски активи са много по-редки.

Интересни са два параметъра на случаите на фалит – броят на исковете и размерът на изплатените компенсации, падащи се на една фирма. В Испания броят на клиентите на фалирала фирма достига 6852, а оценената сума на компенсациите е 31.8 млн. евро.

При фалита на 6 фирми в Чехия до края на 2004 г. са приети искове от 22 370 лица, като общата сума на изплатените компенсации е 4.8 млн. евро, а в Унгария към същия момент при 13 случаи на фалит са предявени искове от 9758 лица на обща сума 17.5 млн. евро. Случаи на изплащане на компенсации след създаването на схемата има и в Литва поради фалит на инвестиционен брокер. След 2002 г. в Турция са фалирали две брокерски фирми, на чиито клиенти схемата е изплатила компенсации съгласно действащите в страната правила.

Ще опишем накратко няколко случая на фалити на инвестиционни фирми. При тези фалити събитията протичат по-различно, отколкото например при банките или застрахователите. Една банка работи също предимно с чужди средства, но тя извършва активните си операции от свое име и за своя сметка, докато инвестиционната фирма извършва операции предимно от името и за сметка на клиентите си и това усложнява механизма на нейния фалит. Разбира се, инвестиционната фирма работи и от свое име и за своя сметка и тъкмо тези операции би трябвало директно да влияят върху финансовото ѝ състояние. Експертите в областта на компенсирането на инвеститорите приемат, че като правило фалитите на инвестиционни фирми се предизвикват от злоупотреби, кражби, фалшификации и други незаконосъобразни действия, тъй като безналичното

²¹ Този въпрос се разглежда и от други автори. Вж. например анализа на присвояването и злоупотребата с активи в: Динев, Д. Икономическите измами. Част I. С., 2006, с. 62–116.

водене на клиентските книжа означава, че формално и по закон те остават през цялото време чужди (на съответния клиент) активи. По-различно е положението с паричните средства на клиенти, защото в зависимост от клаузите в договора инвестиционната фирма може да е оторизирана да се разпорежда по-свободно с тях, което доближава риска по паричните средства, предоставени за инвестиционни услуги, до този по депозитите, с които оперират банките.

В доклада на OXERA се разглеждат няколко по-характерни случая на фалити на инвестиционни фирми в „старите“ гържави – членки на ЕС, които са довели до задействане на съответните национални схеми за компенсирание на инвеститорите²². През 2001 г. фалира фирмата „Морю“ в Ирландия, която е извършвала предимно брокерски услуги за клиенти на дребно на регионално ниво. Причина за фалита е това, че младшият партньор на фирмата е покрил загуби от търговия с деривати, присвоявайки парични средства и книжа на клиенти в продължение на дълго време. От поканените 9000 инвеститори – клиенти на фирмата, искове предявяват 2600. Дължимата обща сума на компенсацията е 10 млн. евро. Случаят с тази фирма показва, че фалитът дори на малки фирми може да повлияе силно на капиталовия пазар в една малка страна, където за големината на пазара може да се съди не толкова по размера, колкото по броя на фирмите.

През 2002 г. фалира банка в Германия, лицензирана да извършва инвестиционни услуги, но не и да работи като търговска банка. Основната дейност на банката е била посредничество при разнообразни финансови услуги и сделки със сложен и спекулативен характер, включително сделки с фючърси за американски клиенти. Причината за фалита е злоупотребата с парични средства на около 500 клиенти, довела до „източването“ на 30–40 млн. евро на клиентите, които фирмата не е могла да покрие със собствени ресурси. Злоупотребата се забелязва, когато фирмата се изправя пред финансови затруднения. Тя продължила да приема средства от клиенти, включително използвайки нареждания по телефона. Тези средства е трябвало да бъдат преведени на чужда брокерска къща за извършване на брокерски сделки, но такива сделки в действителност не били извършени. Вместо това мениджърите на фирмата използвали парите за други цели. Общата сума на компенсациите възлиза на около 7 млн. евро.

През 1998 г. в Испания фалира брокерска фирма, която представлява най-големият фалит за историята на испанската схема. Това е случай, когато инвестиционна фирма фалира поради фалит на тре-

²² Вж. OXERA, цит. съч., с. 52–62.

то лице, с което тя е работила. Испанската фирма е извършвала широк кръг операции по управление на портфейли и сделки за сметка на своите клиенти. Въпреки изключването в договорите на определен вид сделки фирмата извършвала такива сделки от името на клиентите си. Придобитите в резултат на това книжа и парични средства на клиенти са били гържани по попечителска сметка на името на брокерската фирма в банка на Бахамските острови. Банката среща финансови трудности и фалира, поради което не е в състояние да върне гържаните при нея активи на брокерската фирма, респективно на клиентите ѝ. Общата сума на средствата за компенсиране на клиентите е 31.8 млн. евро, като по-голямата част от нея е изплатена. Брокерската фирма е получила искове от около половината потенциални клиенти, чийто брой е 13 000. От гледище на компенсационната схема случаят е интересен с това, че фалитът става преди създаването на испанската схема през 2001 г., но съгласно испанското законодателство схемата покрива фалити след юли 1993 г., поради което тя е задействана в този случай. Схемата не е разполагала със средства, за да покрие компенсациите. Оказало се много трудно такива средства да се набавят чрез събиране на вноски от фирмите участници. Както и в някои други случаи на фалити преди създаването на схемата, разходите по компенсациите са били покрити от самостоятелните отделни гаранционни схеми за банките, като схемата за компенсиране на инвеститорите е покрила само 0.17% от тези разходи.

Особен интерес представляват фалитите на инвестиционни фирми във Великобритания. Специфично за страната е съществуването на голям брой инвестиционни фирми, което се обяснява с мащаба на капиталовия пазар, а също с традициите в страната като част от англосаксонския финансов модел, където финансирането на икономиката чрез капиталовия пазар има много по-голям дял в сравнение с т.нар. германско-японски модел, при който това става предимно чрез банките. Това обяснява също големия брой на фалирели инвестиционни фирми, съответно на предявените от инвеститорите искове за компенсации и сумата на изплатените компенсации. Великобритания е единствената гържава – членка на ЕС, където рискът от лош инвестиционен съвет (и последващите го финансови загуби) се покрива от схемата за компенсиране на инвеститорите – риск, който е твърде съществен за капиталовия пазар, особено в перспектива, но който съгласно Директива 97/9/ЕК не попада в обхвата на покритие от компенсационните схеми. Известен е случаят с фалита през 2001 г. на средна по големина инвестиционна фирма,

предоставяща финансови съвети на клиенти на дребно. Това е фалит на инвестиционна фирма, при който са предявени най-голям брой искове за компенсация. От лошите финансови съвети клиентите са понесли загуби за сума, която фирмата не е могла да възстанови и затова надзорният орган я обявява в несъстоятелност. На клиентите са били давани съвети да напуснат или да не се присъединяват към пенсионната схема на работодателя.

Заклучение

Анализът на съществуващите схеми в държавите – членки на ЕС, показва степенята на тяхното стандартизиране, базиращо се на Директива 97/9/EK, но същевременно и разнообразието на редица решения, съдържащи се в националното законодателство. Директивата е транспонирана в националното законодателство, но голямото разнообразие на схемите за компенсиране е доказателство, че те се нагаждат към особеностите на националния капиталов пазар. Това обстоятелство е важно да се отчита при развиването на българското законодателство в тази област, което следва да става както на базата на най-добрата световна практика, така и използвайки собствения, макар и скромнен опит. В редица страни се наблюдават фалити на инвестиционни фирми, при които са били задействани съответните национални схеми за компенсиране на инвеститорите, и от тези фалити могат да се извлекат ценни поуки. Макар и не толкова често, такива фалити има във все повече страни – могат да се посочат например случаите в Турция, Швеция, Полша, Литва и те доказват необходимостта от съществуването на схеми за компенсиране на инвеститорите. Интересен и важен е също анализът на причините за фалити, тъй като тези причини са специфични и най-често са свързани с нарушения на закона. Това създава илюзията, че фалити са практически невъзможни у нас, още повече като се има предвид безналичното водене на ценните книжа, извършването на сделките от името и за сметка на клиента и прилагането на системата DVP (едновременно доставка и плащане на книгата).

Въз основа на анализа на схемите за компенсиране на инвеститорите в различните страни могат да се направят следните основни изводи и препоръки за развитие на българската схема.

Първо, може да се разшири обхватът на схемата за компенсиране на инвеститорите в България. Това вече се прави с предложението за включване в нея на управляващите дружества, когато те извършват дейност на инвестиционен посредник. Следва внимателно да се обмисли включването и на други участници, като се проучи до-

пълнително чуждият опит – имаме предвид пенсионните фондове. Макар да няма европейска директива в областта на застраховането, може да бъде създадена система за защита на потребителите на застрахователни услуги.

Второ, считаме, че трябва по-прецизно да се формулира изключването от базата за изчисляване на вноските и съответно от покритието категорията лица „други професионални инвеститори“. Най-добре би било тези лица да се посочат изчерпателно в нормативен акт, като не се оставя възможност за преценка от страна на инвестиционните посредници (макар тази преценка да се прави на базата на посочените в Наредба № 23 условия), защото това създава конфликт на интереси – посредниците не са заинтересовани да правят вноски върху активите на такива лица и поради това те се опитват манипулативно да свиват базата с клиентски активи, подлежаща на облагане и защита. Този конфликт на интереси вече се наблюдава в българската схема, макар тя да е още много „млада“. Подобно на физическите лица, които са професионални инвеститори и са лицензирани като такива от КФН, би трябвало да се предвиди такъв лиценз и за юридическите лица, защото по този начин ще се избегне възможността за преценка от страна на инвестиционния посредник кое юридическо лице отговаря на условията за професионален инвеститор. От друга страна, издаването на лиценз е сериозно действие, което ще бъде предпоставка да се направят съответните проверки от КФН за това, дали юридическото лице отговаря на условия за професионален инвеститор. Възможно решение за фирмите е да се приложи формулировката за малки и средни предприятия, като тези предприятия се включат в схемата.

Трето, може значително да се развие и прецизира базата за изчисляване на вноските на участниците в схемата, като се изостави съществуващата система, при която тази база представлява само стойността на клиентските активи. Съществен критерий при оценка на риска за въвеждане на схемата в действие е броят на клиентите на инвестиционните посредници, защото компенсациите се определят и изплащат в рамките на съответните лимити на едно лице. Поради това препоръчваме да се отчита и броят на клиентите на съответните посредници.

Четвърто, при сега съществуващата система инвестиционните посредници предоставят информация за клиентските активи на месечна база и вноските им се изчисляват върху средномесечната база. Това създава възможност за манипулиране на данните и редуциране на базата с цел да се направят по-малки вноски. Възможно реше-

ние е да се използва среднодневна база за величината на клиентските активи, като вместо всеки месец информацията се предоставя тримесечно. Освен данни за сумата на клиентските активи тази информация следва да съдържа и данни за броя на клиентите, разпределен според размера на техните активи.

Пето, въз основа на чуждия и собствения опит може да се предложи промяна в управлението на схемата и отношенията с други институции. На базата на съществуващата едностепенна система на управление следва да се разшири представителството в управителното тяло и в него да бъдат включени също представители на Министерството на финансите, Асоциацията на потребителите на финансови услуги, Фондовата борса, Централния депозитар и др. Няма основание ФКИЦК да се счита за поднадзорно лице, защото той не изпълнява дейности, които съгласно ЗППЦК го правят такова. Достатъчно е контролът върху неговата дейност да се упражнява от Сметната палата, а друг орган, например КФН или БНБ, да одобрява и приема отчета на бюджета за административните разходи. Алтернативно може да се въведе и двустепенна система на управление, като посоченото по-горе широко представителство премине в ръцете на надзорен управителен орган, който да контролира управителното тяло. Тези предложения са насочени към осигуряване на автономия на схемата (фонда), но същевременно те осигуряват прозрачност, подотчетност и контрол, тъй като схемата, макар да се финансира от участниците в нея, изпълнява обществени функции.

Шесто, предвиденият в законодателството обмен на информация и сътрудничество с други институции може да се разшири в посока прилагането на по-ефективни начини за събиране на информация директно от инвестиционните посредници, участие на служители на Фонда в проверки, извършвани от КФН и БНБ, създаване на консултативни и работни групи, предоставяне на Фонда на информация от страна на КФН и БНБ, отнасяща се до финансовото състояние, капиталовата адекватност, рейтинзите и други страни от дейността на инвестиционните посредници. Целта на набирането на повече и по-качествена информация е Фондът да бъде в състояние да прави преценка за риска от въвеждане на схемата в действие, за необходимите му средства, целевото ниво на паричния фонд, размера на вноските, управлението на инвестициите и ликвидността и др.

Седмо, съществува противоречие между законното изискване спрямо банките – инвестиционни посредници, да правят вноски във Фонда върху предоставените им във връзка с инвестиционни услуги парични средства и фактическото положение, съгласно което те

не правят такива вноски. Тази ситуация се обяснява с практическата невъзможност да се обособят, отчитат и контролират тези парични средства. Банките правят вноски върху тях във ФГВБ, което е предпоставка при случаи на изплащане на компенсации това да става със средства на ФГВБ, докато клиентските книжа попадат в обхвата на ФКИЦК, съответно изплащането на компенсации ще става с негови средства. Посоченото противоречие следва да намери законово решение, защото при сегашната ситуация се нарушава законът и, от друга страна, ФКИЦК се лишава от постъпления, които са му необходими особено в първоначалната фаза от неговото съществуване.

Осми, най-често срещаните причини за фалит са свързани със злоупотреби и нарушения на договорите с клиентите, при което клиентски парични средства или активи се използват като собствени от инвестиционната фирма. Безналичното водене на клиентските активи създава заблудата, че инвестиционната фирма винаги разграничава тези активи от своите собствени и че тя не може да злоупотреби с тях. Действителните случаи на фалити показват, че те са предизвикани от следните причини: присвояване на парични средства на клиенти, некоректна регистрация на книжа, злоупотреба, небрежно управление, некоректно разделяне на клиентските активи от собствените, професионална небрежност, фалит на трета страна, кражба на самоличност при електронната търговия. Също така се срещат и примери за законово „източване“ на фирмата, когато се назначават неквалифицирани членове на семейството на мениджърски постове или се плащат много високи заплати на служители на фирмата. Посочените причини показват, че рискът от фалит на инвестиционна фирма е съвсем реален. У нас следва да се имат предвид допълнително нивото на информационните системи и качеството на информацията, воденото счетоводство, нивото на мениджмънт на някои инвестиционни посредници, недостатъчната компетентност и опит на някои от експертите, работещи в посредниците, обръкващи и неиздържани нормативни решения и гр.

Направените по-горе изводи и предложения се отнасят само за някои страни на схемите за компенсиране на инвеститорите, но тези страни според нас имат основно значение. Българската схема е твърде нова и има възможност да се развие, използвайки чуждия и собствения опит. Това развитие изисква преди всичко промяна в законодателството, но то зависи също от нивото, обхвата и дълбочината на националния капиталов пазар. Може да се препоръча например законодателната материя за ФКИЦК вместо в съществува-

щия понастоящем раздел 4 на ЗППЦК да се обособи в самостоятелен нормативен акт (закон) по подобие на такова решение в редица други страни,. Законодателната рамка на гарантиране на депозитите в България представлява отделен закон и това е добро решение, което може да се приложи по аналогия и за защитата на клиентите на капиталовия пазар.

ОСНОВНИ ПАРАМЕТРИ НА СХЕМИТЕ ЗА КОМПЕНСИРАНЕ НА ИНВЕСТИТОРИТЕ, ПО ДЪРЖАВИ

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Австрия Схема за компенсирание клиентите на инвестиционните посредници, които не са банки (една схема). Схема за компенсирание на клиентите на инвестиционни посредници, които са кредитни институции (пет схеми).	Шестте схеми са частни, независими от регулаторния орган. Първата схема се състои от управителен и надзорен съвет и акционери. Схемата се администрира от двамата служители с почасова заетост. Осемте пет схеми се управляват от асоциациите на кредитните институции (пет схеми).	Управляващи дружества и кредитни институции, извършващи дейност на инвестиционни посредници.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК.	Ек пост. В случай на фалит схемите се финансират от вноски, определени на базата на дохода от комисиони, получени от инвестиционни услуги. При недостиг на средства схемата може да емитира облигации. Съществува лимит за размера на вноските, които могат да се събират от инвестиционните фирми, като максималният размер е 10% от стойността на капитала на схемата за съответната финансова година. Инвестиционните фирми заплащат и встъпвателни вноски от 400 евро. При кредитните институции размерът на вноските се определя на база на големината и вноската е равна на 0.83% от изиския капитал. При настъпване на събитие за изплащане на компенсация необходимите средства се събират от схемата, към която фалиралата фирма принадлежи, но при недостиг на средства могат да участват и другите схеми.	За физическите лица се плаща компенсация 100% от инвестицията до 20 000 евро. За юридическите лица размерът на компенсацията е до 80% от направената инвестиция, но не повече от 18 000 евро.	Няма такива.

(продължава)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит на компенсация	(продължение) Случаи на изплащане на компенсация
Белгия Схемата за компенсирание на инвеститорите в съществувала в рамките на публичен фонд за защита на потребителите на финансови услуги, който обхваща и схемата за гарантиране на депозитите.	Фондът е публична институция, която се управлява от Управителен съвет, който се състои от 6 души. Фондът е администриран от Централната банка и персонала от 5 човека, от които половината се назначава със защита на инвеститорите.	Инвестиционни фирми, включващи брокерски фирми, управляващи дружества, и фирми, които инвестират във финансови инструменти и кредитни институции (банки, спестовни банки, инвестиционни банки).	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ек апте за кредитните институции и брокерските фирми. Грабват се вноски за общ риск, като те възлизат на 0.7% от оборота на банката или брокерската фирма, вноски, равни на 0.0175% срещу депозитите (вкл. и паричните средства за инвестиции) и вноски, равни на 0.001% върху финансовите инструменти, свържани от клиента. Управляващите дружества и фирмите, които инвестират във финансови инструменти, плащат само вноски, които покрива административните и управленските разходи на Фонда.	100% вземания по книжа на клиентите, но не повече от 20 000 евро. Паричните средства за инвестиция за инвеститори които е довел до изплащане на компенсация от 2.6 млн. евро.	Към момента има един случай на фалит на клиент на управляващо дружество през 1999 г., който е довел до изплащане на компенсация от 2.6 млн. евро.

Азия Схема за компенсирание на инвеститорите.	Схемата за компенсирание на инвеститорите е част от Фонда за гарантиране на депозитите. Схемата е разделена на три департамента – кредитни институции, ипотечни институции, депозитни институции и инвестиционни посредници. Отделните схеми се управляват от един и същи управителен съвет, но се финансират поотделно.	Кредитни институции, ипотечни банки и инвестиционни посредници.	По-малко изключения от предвидените в Директива 97/9/EK. На компенсация подлежат само застрахователните компании, правителствените и общинските организации и големите компании.	Ек апте. Грабват се годишни вноски във фонда, като базата за тяхното определяне е броят на служителите в инвестиционния посредник и стойността на клиентските активи – книжа и парични средства, които определят 55% от общия размер на направените вноски. При кредитните институции дължимата вношка се определя на база на стойността на депозитите и броя на сметките за ценни книжа. При ипотечните банки 1% от размера на вноската се определя на база на паричните средства, а останалата част – от броя на сметките за ценни книжа.	100% вземания по книжа на клиентите, но не повече от 20 000 евро. Паричните средства за инвестиция се третират като депозити за всички участници в схемата и се компенсират от схемата за гарантиране на депозитите.	До момента има случай на фалит на управляващо дружество през 1999 г., като е изплатена компенсация в размер на 1.55 млн. лв.
Азия Схема за компенсирание на инвеститорите.	Схемата за компенсирание на инвеститорите е част от Фонда за гарантиране на депозитите. Схемата е разделена на три департамента – кредитни институции, ипотечни институции, депозитни институции и инвестиционни посредници. Отделните схеми се управляват от един и същи управителен съвет, но се финансират поотделно.	Кредитни институции, ипотечни банки и инвестиционни посредници.	По-малко изключения от предвидените в Директива 97/9/EK. На компенсация подлежат само застрахователните компании, правителствените и общинските организации и големите компании.	Ек апте. Грабват се годишни вноски във фонда, като базата за тяхното определяне е броят на служителите в инвестиционния посредник и стойността на клиентските активи – книжа и парични средства, които определят 55% от общия размер на направените вноски. При кредитните институции дължимата вношка се определя на база на стойността на депозитите и броя на сметките за ценни книжа. При ипотечните банки 1% от размера на вноската се определя на база на паричните средства, а останалата част – от броя на сметките за ценни книжа.	100% вземания по книжа на клиентите, но не повече от 20 000 евро. Паричните средства за инвестиция се третират като депозити за всички участници в схемата и се компенсират от схемата за гарантиране на депозитите.	До момента има случай на фалит на управляващо дружество през 1999 г., като е изплатена компенсация в размер на 1.55 млн. лв.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит на компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Финландия Фонд за компенсирание на инвеститорите.	Фондът е независима институция от регулаторния орган и Министерството на Финансите. Управлява се от собствениците на инвестиционните посредници. Администрира се от служител на банкова асоциация. Фондът няма връзка със схемата за гарантиране на депозитите.	Инвестиционни посредници (вкл. управляващи дружества) и кредитни институции (кредитни кооперативи и малки местни банки).	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ex ante. Участниците плащат фиксирани и плаващи вноски. Бордът на директорите определя сумата, която трябва да бъде събрана във Фонда, и размера на фиксираните вноски, които са в зависимост от типа дейност – брокерски услуги, търгобия с ценни книжа, упражняване на активности, емисия на ценни книжа, гарантиране на емисии, полечителски услуги. Делът на фиксираното плащане по всяка дейност се разпределя поравно между инвестиционните посредници, извършващи такъв тип дейност. Остатъкът от сумата, която трябва да бъде набрана във Фонда, се допълва чрез плаващите вноски. Плаващите вноски се определят на база на броя на клиентите на инвестиционния посредник и размера на собствените средства.	90% от вземането на инвеститора, но не повече от 20 000 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Франция Схема за компенсирание на инвествиторите.	Управлява се от схемата за гарантиране на влоговете. Управителният съвет на схемата има широки правомощия и се избира с мандат от 4 г., който е възобновяем. Председателят на УС се избира от министъра на финансите. Схемата може да действа за предотвратяване на фалит на инвествиторните посредници.	Кредитни институции и инвествиторни посредници. В схемата не участват управляващите дружества.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК, с изключение на големите компании, които подлежат на компенсация.	Ex ante. На всеки 4 г. се определя целево ниво на финансиране на схемата. Годишните вноски се определят, като се взема предвид вероятността фирмата да фалира, но се определят и минимални нива, под които годишната вношка не може да съезе. Тези нива са съответно 800 евро за инвествиторните посредници и 400 евро за кредитните институции. Вноските се определят на база на капиталовата адекватност на фирмата и нейната печалба.	Максималният размер на компенсацията е до 70 000 евро за клиентските актиби и 70 000 евро за паричните средства.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Германия Компенсационен фонд за компании, търговяващи в ценни книжа. Компенсационен фонд за частните банки. Компенсационен фонд за търговските дружествени банки.	Първата схема, отнасяща се до компанията, търговяващи с ценни книжа, е създадена като специален федерален фонд в рамките на търговската банка – Kreditanstalt für Wiederaufbau, и над нея осъществява контрол Министерството на финансите. Двете схеми, осигуряващи компенсация за банките, се управляват от Асоциацията на банките и от Асоциацията на търговските банки.	Кредитни институции и инвестиционни посредници. В схемата не участват управляващите дружества.	В съответствие с Директива 97/9/EK. Не се изплаща компенсация в случаите, в които клиентите или паричните средства са дефинирани във валута, различна от еврото.	Ex ante. За инвестиционните посредници размерът на вноската забави от вида на финансовите услуги, които посредникът може да извършва, и тя е съответно 0.35%, 1.1% или 2.2% върху брутният приход от комисиони. Има минимален размер на вноската, който е 300 еуро. За банките размерът на вноската се определя на база на балансовата стойност на задълженията към клиентите и тя е 0.008%, като съществуват минимално ниво на вноската от 1000 еуро. Банките плащат встъпителни вноски от 0.05% върху задълженията към клиентите за частните банки и 0.03% за търговските банки. Съществуват минимално ниво на вноските от 15 000 еуро за частните банки и 5000 еуро за търговските банки.	90%, но не повече от 20 000 еуро. Паричните средства за инвестиционни цели на клиентите на банките се третират като депозити и за тях се прилага допълнителна компенсация от 20 000 еуро. След 2000 г. фалират 6 частни банки, но те не извършват сделки с инструментите, подлежащи на компенсация.	За периода 1999–2003 г. в Германия има 15 случая на фалити, при които е изплатена компенсация от 7 млн. еуро. Няма случаи на фалити на търговски банки. След 2000 г. фалират 6 частни банки, но те не извършват сделки с инструментите, подлежащи на компенсация.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Ирландия Фонд за компенсирание на инвеститорите.	Фондът има трима акционери – Ирландския финансов надзор, Фондът Б и Асоциацията на инвеститорите мениджъри. Управителният съвет на Фонда се състои от 12 членове, което осигурява широко представителство на потребителите, регулаторните органи и инвеститорите във Фонда.	В рамките на схемата съществуват два фонда – фонд А и фонд Б. Фонд А включва инвестиронни фирми, брокери, кредитни институции и физически лица, приети за извършване на инвестиронни услуги. Фонд Б включва консултанти, застрахователни брокери, кредитни съюзи.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК, като в обхвата на схемата попадат другите професионални инвеститори и застрахователните брокери. В закона съществуват погребен списък на изключенията.	Ex ante. Определени се целево ниво на вноските, което трябва да бъде достигнато, и на база на това ниво се определят вноските на фирмите във фонда. Годешните вноски за фонд А се определят на база на броя на клиентите на фирмата, а тези за фонд В са фиксирани и се определят на база на типа на фирмата участничка и реализирания от нея доход.	90% от вземането на инвеститора, но не повече от 20 000 евро.	До момента има три случая на изплащане на компенсация – два поради фалити на инвестиционни посредници и един поради фалит на застрахователен брокер.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит на компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Италия Схема за компенсирание на инвеститорите.	Схемата е независима институция, чието действие се одобряват от Министерството на икономиката и финансите. Схемата се състои от асамблея, управителен съвет, президент, одиторски комитет и директор.	Италиански банки, банки – резиденти на ЕС, инвестиционни фирми, управляващи дружества, инвестиционни фирми от страни – членки на ЕС, финансови посредници, брокери. Паричните средства, произтичащи от инвестиционни услуги, се третираат като депозити и се компенсират от Фонда за гарантиране на влоговете.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК, с изключение на големите компании, които подлежат на компенсация.	Ex post. Административните разходи на Фонда се покриват от фирмите участници, които плащат фиксирани, равни по размер годишни вноски. При настъпване на събитие, водещо до изплащане на компенсация, се определя необходимата сума, като няма горна граница на вноските. Участниците във Фонда могат да правят вноски повече от два пъти годишно при необходимост. Годишните вноски се определят на база на brutните приходи от инвестиционни дейности, като не фиксирана горна граница, която не може да бъде по-малка от 240 евро.	100% от вземанията на клиента, но не повече от 20 000 евро. Лимитът за компенсация на паричните средства за инвестиционни цели при кредитните институции се гарантира от Фонда за гарантиране на влоговете и може да достигне до 103 291,38 евро.	От 1998 г. до 2003 г. има 17 случая на изплащане на компенсация, като фалитите са на италиански инвестиционни фирми и брокери. Общата сума на изплащане на компенсация за този период е 11,9 млн. евро.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит на компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Люксембург Асоциация за гарантиране на депозитите.	След въвеждането на Директива 97/9/EK асоциацията за гарантиране на депозитите е реструктурирана да осигурява компенсирани на инвеститорите. Асоциацията се управлява от борд на директорите в състав между 11 и 15 членове, а персоналят ѝ се назначава от Асоциацията на банкните.	Кредитни институции, пощенски офиси, небанковите инвестиционни фирми и управляващите дружества при определени условия. Паричните средства, произтичащи от инвестиции, се компенсират от схемата за гарантиране на влоговете.	В съответствие с Директива 97/9/EK, с изключение на одиторите на фалиралата инвестиционна фирма.	Ex post. Членовете на схемата плащат годишна вноска, която е различна всяка година и е фиксирана за всички инвеститорни посредници. Тази вноска се заплаща, за да се покрият административните разходи на Фонда. При фалит на фирма вноската, която участниците заплащат, се определя на база на клиентските активи, подлежащи на компенсация към 31 декември на годината, предхождаща тази, довели до реализация на събитието за изплащане на компенсация. Размерът на вноската не може да бъде по-голям от 5% от стойността на капитала.	100% компенсация на вложителя на неговия клиент, но не повече от 20 000 евро. Ако клиентът има парични средства, той се компенсира допълнително и за тях от схемата за гарантиране на влоговете до 20 000 евро, т.е. общият размер на компенсация може да бъде 40 000 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Холандия Колективна гаранционна схема за кредитните институции. Схема за компенсиране на клиентите на инвестиционни посредници.	Двете схеми се управляват от централната банка. Министърството на финансите определя представителите на банквата и инвестиционната общност в схемата. Схемата за кредитните институции осигурява и гарантиране на депозитите.	Кредитни институции, брокери, инвестиционни фирми, управляващи дружества.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК. Изключенията са подробно изброени.	Първата схема се финансира <i>ex post</i> , а втората – <i>ex ante</i> . За да се избегне забавяне на изплащане на компенсация при първата схема, централната банка изплаща необходимите средства при фалит на фирмата и впоследствие събира вземанията си от схемата. Втората схема вноски се определя на база на консолидирани баланс на банките в централната банка. При втората схема годишните вноски се определят на база на минимална фиксирана вноска, която е еднаква за всички фирми участници, и променлива вноска, която се определя на база на броя на клиентите. Не се събират отделно вноски за покриване на административните разходи.	100% от вземането на клиентите, но не повече от 20 000 евро. Ако на компенсация подлежат клиентите на кредитна институция, за притежаваните от тях парични средства те се обезщетяват от схемата за гарантиране на влоговете и могат да получат допълнително обезщетение на паричните средства до 20 000 евро.	Не се компенсират клиентите, претърпели загуба в резултат на лош съвет или лош мениджмънт на фирмата. Няма случаи на фалит на банка и съответно изплащане на компенсация, но има два случая на фалити на инвестиционни посредници за периода 1999–2003 г.

(продължава)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация (продължение)
Португалия Схема за компенсирани на инвеститорите.	Схемата работи в рамките на Комисията по ценни книжа, но има финансово и административна независимост. Управлението съвет на схемата се състои от председател и двама членове. Председателят се избира от Комисията по ценни книжа, единият член от централната банка, а другият от Министерството на финансите.	Инвестиционни фирми, дилъри, управляващи дружества, брокери, кредитни институции, взаимни фондове и някои колективни схеми.	В съответствие с Директива 97/9/EK, с изключение на големите компании, които попадат в обхвата на схемата.	Ex post. Бъдещите плащания на участниците в схемата се гарантират чрез блокирани ценни книжа на правителството или други подобни книжа. Тези книжа са блокирани в Централния депозитар и с тях може да се извършват трансакции, след като се даде разрешение от схемата. Схемата се издържа, като се събират фиксирани годишни вноски, но ако има достатъчно средства за нейното функциониране, тези вноски може и да не се събират. Схемата си осигурява допълнителен ресурс от глоби от участниците, наложени поради неплатене на правилата на схемата. При действие на схемата се събират вноски, които съставляват един и същи процент за всички участници, като за база се използват паричните средства и финансовите инструменти, подлежащи на компенсация.	100% от вземането на клиентите, но не повече от 25 000 евро.	Не се компенсират клиентите, претърпели загуба в резултат на лош съвет или лош мениджмънт на фирмата. Към момента няма случаи на фалити и изплащане на компенсация.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Испания Схема за компенсирание на клиентите на небанкови инвестиционни фирми. Схема за компенсирание на клиентите на кредитни институции.	Първата схема е частна компания, която функционира независимо от регулаторния орган, но той осъществява надзор върху нея. Втората схема е част от Фонда за гарантиране на влоговете и се регулира и контролира от Министерството на икономиката и централната банка на Испания.	Първата схема включва дилъри, брокери и инвестиционни мениджъри, както и някои управляващи дружества, които извършват управление на активи. Във втората схема участват банки, спестовни банки и кредитни кооперативи, които работят като инвестиционни посредници. Тя обхваща търговски банки, спестовни банки и кредитни кооперативи.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК, с изключение на големите компании, тъй като не може да се направи разграничение между големите, средни и малки компании.	Ex ante финансиране на първата схема. Годишни вноски, които се определят по следния начин – 0,2% върху паричните средства, 0,005% върху стойността на паричните средства или други финансови инструменти, броя на клиентите на инвестиционната фирма към края на годината. Няма горна граница за годишните вноски, които могат да бъдат определени за инвестиционните фирми. Ex ante финансиране на втората схема. Годишните вноски се калкулират на база на обема на депозитите към края на годината плюс 5% от стойността на ценните книжа, държани от кредитната институция. Вноските, които правят кредитните институции, задисят от техния тип – банки (0,06%), спестовни банки (0,04%) и кредитни кооперативи (0,08%).	100% покритие на вземането на клиента, но не повече от 20 000 евро. Когато инвестиционните банки и клиентите се комбинират от втората схема, тогава покритието може да достигне до 40 000 евро – 20 000 евро за книжата и 20 000 евро за паричните средства.	Има случаи на фалити при брокерите и инвеститорите, които не биват ликвидирани, а са се обърнали главно на депозитиране на финансови инструменти или парични средства при трети страни. За периода 1999–2003 г. има пет фалита на паричните инвестиционни посредници.

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит на компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Швеция Схема за компенсирание на инвеститорите.	Схемата се управлява от Бюро за гарантиране на депозитите, който се състои от бора на директорите и секретариат. Бюрото се състои от седем членове, от които двама са членове на парламента, но няма представителство на индустрията. Схемата няма право да приема мерки при евентуален фалит на инвеститорен посредник и се контролира от органа за финансов надзор.	Кредитни институции и инвестиционни фирми. Прави се разграничение на паричните средства, държани от кредитните институции за инвестиционни цели или за депозити, незабавно че схемата за компенсирание на инвеститорите е част от схемата за гарантиране на влоговете. Двете схеми не могат да заемат средства помежду си.	От компенсация се изключват само членовете на схемата. Професионалните инвеститори и някои колективни схеми попадат в схемата за компенсирание. Клиентите на взаимните фондове не подлежат на компенсация.	Ex post. Годишно се събират вноски от фирмите – участници в схемата, за покриване на административните разходи, които са разпределени поравно. При случай на фалит на фирма, воец го изплащане на компенсация, размерът на годишните вноски се определя на база на стойността на клиентските активи. Схемата има право на неограничен кредит от службата за държавен дълг, което позволява изплащането на компенсация да започне незабавно, а не да се чака събирането на вноските от фирмите. Няма определена горна граница за вноските.	100%, но не повече от 27 500 евро за инвестиционните фирми. Клиентите на кредитни институции могат да получат до 55 000 евро, от които 27 500 евро за ценни книжа и парични средства.	През 2004 г. е първият случай на фалит на схемата в Швеция, воец го изплащане на клиентите на компесии. Фирмата инвестиционна фирма, която търгува с деривати, издадени на американския пазар. Фирмата фирмата не е спазва принципа да спре загубите, когато те надхвърлят определен размер.

(продължава)

Наименование на схемата	Спирктира и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансирание на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Великобритания Схема за компенсирание на инвеститорите.	Схемата за компенсирание на инвеститорите е част от схемата за компенсирание на финансовите услуги, която включва схема за гарантиране на депозитите, схема за компенсирание на инвеститорите и схема за компенсирание на потребителите на застрахователни услуги.	Участват небанкови инвеститорни фирми, вкл. и консултантни, кредитни институции и застрахователни компании.	В съответствие с Директива 97/9/EK. На обезщетение подлежат клиентите на инвестиционни посредници, резиденти и нерезиденти.	Ек апте. Вноските се определят, като се вземат предвид необходимите средства за покриване на административните разходи на схемата и евентуалните изкове, възникнали при обезщетяване на клиентите. В зависимост от типа на посредника за база за определяне на вноските може да служи brutния доход, обемът на средствата, които се управляват, броят на дилърите и броят на служителите, лицензирани да извършват инвестиционни услуги.	100% компенсация на вземания до 30 000 паунда и 90% компенсация за вноски в случаи на лош съвет и лошо управление, като тоба са преобладаващите случаи. За периода 1999–2003 г. общият брой на фалитите е 1608.	

Гърция Гаранционен фонд на членовете на Атинската фондова борса.	Регулира се от Комисията за надзор на капиталовия пазар и Министерството на икономиката и финансите. В Боргда на директорите участват представителите на инвеститорите и фирми и представлявател на асоциацията на инвестиционните фирми.	Инвестиционни фирми, независимо от тоба да са членове на борсата и кредитни институции, осигуряващи инвестиционни услуги. Управлващите дружества не участват във Фонда.	В съответствие с Директива 97/9/EK, като законът не прави разграничение между местни инвеститори и резиденти на държавите – членки на ЕС.	Годишни вноски, които съдържат фиксиран елемент, който е еднакъв за всички фирми, и допълнителни вноски, които се базират на оборота през изминалата година. Годишните вноски на фирмите имат определена дойна граница. Абе трети от дължителите вноски са под формата на парични средства, а една трета – под формата на гаранции.	100%, но не повече от 30 000 евра.	За периода 1999–2003 г. има пет случая на фалити на фирми, от които четри не са били членове на борсата.
--	---	---	---	---	------------------------------------	--

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит на компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Естония Схема за компенсиране на инвеститорите.	Схемата е част от гаранционния фонд на Естония, който освен нея включва схемата за гарантиране на депозитите.	Кредитни институции, извършващи инвестиционна дейност, небанкови инвестиционни фирми и управляващи дружества.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ех айте. Схемата се финансира чрез встъпителни вноски, равни на 1278 ебро, и тримесечни вноски, които се определят на база на обема на извършваните от фирмата инвестиционни услуги, като има определена минимална граница за размера на тримесечната вношка.	Лимитът на компенсация съгласно изисквания от Директивата се предвижда да бъде достигнат през 2007 г.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.

Унгария Фонд за защита на инвеститорите.	Фондът е независима институция, управлявана от Борд на директорите. Фондът се контролира от органа за финансов надзор.	Инвестиционни компании, банки, инвестиционни мениджъри.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ех айте. Схемата се финансира чрез встъпителни вноски, равни на 0.5% от капитала на инвестиционната фирма, и годишни вноски, които се определят на база на средствата, предоставени за управление в инвестиционната фирма и броя на клиентите. При недостиг на парични средства при изплащане на компенсация е възможно да бъде изтеглен кредит от банка или да се получи заем, гарантиран от държавата.	100% за искове до 4000 ебро, а за суми над тази покритието е 90%. До 2008 г. се предвижда лимитът на компенсация да достигне 24 000 ебро.	За периода 1999–2003 г. има случаи на изплащане на компенсация на ком- пенсация на стойност 17.5 млн. ебро.
--	--	---	-------------------------------------	--	--	--

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Турция Фонд за защита на инвеститорите.	Фондът се управлява и представлява от Централния депозитар. Управлява се от Борд на директорите, който включва представители, които се назначават от Централния депозитар, представлявател на фондирите, бурса, асоциацията на инвестиционните посредници и банката за сепаратмент и попечителство.	Инвестиционни посредници и банки – инвестиционни посредници.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ек апте. Годишни вноски, приходи от инвестиции, глоби. Годишните вноски се изчисляват на база на коэфичиентите за капиталова адекватност, годишните обороти и ежедневните обороти на инвестиционния посредник. Процентът на годишните вноски се обявява за всяка година и е един и същи за всички участници.	Максималният лимит на компенсация за 2006 г. е 28 000 ебрю, като той се променя всяка година.	Компенсация се изплаща само при незакононо присвояване на актиби, но не се изплаща компенсация в случаите на пазарен риск. През последните четири години има два фалилта на брокерски къщи в страната.

(продължава)

(продължение)						
Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Ламба Държавна агенция за застраховане на депозитите и инвестициите.	Агенцията е независима институция, която се управлява от Управителен съвет, който се състои от представители на централната банка и Комисията за ценни книжа. Агенцията има относителна независимост от регулаторния орган – Комисията за ценни книжа. Схемата за компенсиране на инвеститорите и за гарантиране на влоговете имат един и същи статут и управление.	Небанкови инвестиционни фирми, кредитни институции, управляващи дружества.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ex ante. Годишни вноски, определени на база на обема на избършените сделки от инвестиционния посредник.	Лимитът на компенсация от 20 000 евро се предвижда да бъде достигнат през 2008 г. 100% компенсация е предвидена за вземания на клиенти до 2900 евро, а за останалите суми компенсацията е до 90%.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.
Ламбиа Схема за защита на инвеститорите.	Схемата се управлява от Комисията за финансов надзор. Функционира независимо от схемата за гарантиране на депозитите.	Инвестиционни фирми и кредитни институции, избвърщащи инвестиционна дейност.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ex post. Вноските се събират в случаи на фалит на участници в схемата и се определят на база на стойността на финансовите инструменти, държани от инвестиционната фирма. Има определени табани за размера на годишните вноски.	Лимитът от 20 000 евро се предвижда да бъде достигнат през 2008 г. Дотогава схемата покрива вземания до 90%, но не повече от 9000 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.
(продължава)						

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Чехия Фонд за компенсирание на инвеститориите.	Фондът се управлява от Управителен съвет, чиито състав се определя от Министерството на финансите. Не съществуват формални връзки със схемата за гарантиране на депозитите.	Фирми, които са получили лиценз за извършване на сделки с ценни книжа от регулаторния орган.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ex ante. Годишни вноски, определени на база на средната стойност на клиентските активи.	90%, но не повече от 20 000 евро.	Към края на 2004 г. има 6 случая на изплащане на компенсация, като са заведени 20 000 иска и са изплатени компенсирания на инвеститориите на обща стойност от 4,8 млн. евро.

Полюс

Схемата се управлява от Централния депозитар. Схемата се опчита и решениата и подлежат на одобряване от Комисията за ценни книжа. Не съществуват връзки със схемата за гарантиране на влоговете.	Инвестиционни компании и кредитни институции, извършващи инвестиционна дейност.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ex ante. За инвестиционните фирми годишните вноски се определят на база на среднодневните обороти на клиентските активи, а за кредитните институции на база на среднодневните обороти с ценните книжа.	За първите 3000 евро схемата плаща 100% компенсация, а за останалите компенсацията бъде първата 90%. Лимитът от 22 000 евро се предвижда да бъде достигнат през 2008 г.	През 2006 г. фактура WCI investment group, което ще бъде първият случай на изплащане на компенсация.
--	---	-------------------------------------	--	---	--

(продължава)

(продължение)					
Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация
Словения Система за гарантиране на вземанията на инвеститорите в инвестиционни фирми.	Системата се управлява от Агенцията по ценни книжа. Не съществуват връзка със схемата за гарантиране на депозитите.	Инвестиционни компании и кредитни институции, извършващи инвестиционна дейност.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК.	Смесено финансиране – <i>ex ante</i> и <i>ex post</i>. Съществуват гаранции за извършване на плащания от страна на фирмите при настъпване на събитие за изплащане на компенсация под формата на блокирани ценни книжа в централната банка. В случаите на актьвиране на схемата вноските се определят на база на обема на инвестиционните услуги, извършвани от инвестиционния посредник.	100% от вземанията до 20 000 евро.
До момента няма случаи на изплащане на компенсация.					

Словакия Фонд за гарантиране на инвеститорите.	Фондът се управлява от Управителен съвет, който включва представители на централната банка, Министерството на финансите, Комисията за финансов надзор и инвестиционните посредници, участващи в схемата. Схемата се регулира от Комисията за финансов надзор. Не съществуват връзка с Фонда за защита на депозитите.	Брокерски фирми, кредитни институции, извършващи инвестиционни услуги и управляващи дружества.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК.	<i>Ex ante</i>. Годишната вноска се определя на база на обема на извършваните инвестиционни услуги. При недостиг на средства има възможност схемата да получи заем, гарантиран от държавата.	90% от вземането на инвеститора, но не повече от 10 000 евро. Лимитът от 20 000 евро се предвижда да бъде достигнат през 2007 г.
До момента няма случаи на изплащане на компенсация.					

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Исключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Малта Схема за компенсиране на инвеститорите.	Схемата се управлява от Комитет, който блякоба представителите на централната банка, Комисията за финансов надзор, представителите на инвеститорите фирми и потребителите на финансови услуги. Схемата за компенсиране на инвеститорите и схемата за гарантиране на депозитите се управляват от един и същи Управителен съвет, но те функционират поотделно.	Брокерски фирми и кредитни институции, извършващи инвестиционни услуги.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ех апте. Годишни вноски, които съдържат фиксиран компонент, който се определя на база на капиталата на фирмата, и променлив компонент, който зависи от приходите, реализирани от фирмата. Съществува възможност при необходимост схемата да събира допълнителни вноски.	90% от вземанията на клиентите, но не повече от 20 000 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.

Кипър Фонд за компенсиране на клиентите на небанкови инвестиционни фирми. Фонд за компенсиране на инвеститорите в банки, извършващи инвестиционни услуги.	Първият фонд се управлява от Управителен съвет и решенията му се одобряват от Комисията по ценни книжа. Вторият фонд се управлява от централната банка и председател на Управителния съвет е губернаторът на централната банка.	Инвестиционни фирми и кредитни институции, извършващи инвестиционна дейност.	В съответствие с Директива 97/9/EK.	Ех апте. Първият фонд събира встъпителни вноски, които се определят на база на инвеститорните услуги, предлагани от фирмата, а годишните вноски се определят на база на клиентските активи. Годишните вноски във втория фонд се определят на база на предлаганите инвестиционни услуги.	100% от вземанията на клиентите, но не повече от 20 000 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.
---	---	--	-------------------------------------	---	---	---

(продължава)

(продължение)

Наименование на схемата	Структура и управление	Участници в схемата	Изключения от схемата	Финансиране на схемата	Лимит за компенсация	Случаи на изплащане на компенсация
Исландия Фонд за защита на вложителите и инвеститорите.	Частна институция, която няма връзка с регулаторния орган. Схемата може да отпусне кредити при ликвидни затруднения на някои от участниците в нея.	Инвестиционни фирми, търговски банки, спестовни банки и други кредитни институции.	Ограничен обхват на изключенията. На компенсация не подлежат инвестиционните компании, кредитните институции и финансовите компании.	Схемата се финансира от годишни вноски, като съществуват минимална вноска за всеки участник, равна на 700 евро. Вноските се определят на база на броя на сметките с клиентски активи и броя на сметките за извършване на инвестиционни услуги. При недостиг на средства при изплащане на компенсация схемата може да заема от схемата за защита на вложителите.	100% от вземанията на клиентите, но не повече от 24 000 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.
Лихтенщайн Схема за компенсиране на инвеститорите.	Схемата се управлява от Асоциацията на търговските банки. Не съществуват връзка с надзорните органи, но статута и дейността на схемата се регулират от Комисията за финансов надзор.	Инвестиционни фирми и кредитни институции, предлагащи инвестиционни услуги.	В съответствие с Директива 97/9/ЕК. На компенсация подлежат само вземания на клиенти в евро.	База за определяне на вноските са паричните средства и книгата на клиентите на инвестиционните посредници.	100% от вземанията на клиентите, но не повече от 20 000 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.
Норвегия Схема за компенсиране на инвеститорите.	Схемата е частна организация и участва при одобряване на фирмите за извършване на инвестиционни услуги.	Инвестиционни фирми и кредитни институции, предлагащи инвестиционни услуги. На компенсацията подлежат резидентни и нерезидентни фирми.	На компенсация не подлежат инвестиционните компании, кредитните институции, застрахователните компании, управляващите дружества и колективните инвестиционни схеми.	Размерът на вноските зависи от инвестиционните услуги, които предлага инвестиционният посредник, и се определя от фирмите, участници в схемата.	100% от вземанията на клиентите, но не повече от 24 800 евро.	До момента няма случаи на изплащане на компенсация.

ПОКРИТИЕ, ОСИГУРЯВАНО ОТ СХЕМИТЕ ЗА КОМПЕНСИРАНЕ НА ИНВЕСТИТОРИТЕ, ПО ДЪРЖАВИ

Държава	БВП ¹ на човек от населението в щ.г.	БВП на човек от населението в евро ²	Покритие в евро	Покритие към БВП на човек от населението
Австрия	31406.10	23057.12	20 000 евро за ф.л. 18 000 евро за ю.л.	0.87 0.78
Белгия	30061.54	22069.99	20 000 евро 40 000 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	0.91 1.81
Чехия	18356.70	13476.76	20 000 евро	1.48
Дания	33088.75	24292.45	20 000 евро 40 000 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	0.82 1.65
Финландия	29305.27	21514.77	20 000 евро	0.93
Франция	27913.32	20492.86	70 000 евро 140 000 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	3.42 6.83
Германия	28888.50	21208.8	20 000 евро за инвестиционните посредници 40 000 евро, ако инвеститорът има едновременно парични средства и книжа в кредитна институция	0.94 1.89
Гърция	20362.08	14949.03	30 000 евро	2.01
Унгария	16627.46 ³	12207.22	7909.20 евро	0.65
Ирландия	37662.86	27650.58	20 000 евро	0.72
Италия	28171.60	20682.48	20 000 евро 123291.38 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	0.97 5.96

(продължава)

¹ БВП на човек от населението по паритет на покупателната способност към 2004 г.² По данни от ЕЦБ валутният курс EUR/USD към 31.XII.2004 г. е 1.3621.³ По данни от World Economic Outlook към 2005 г.

(продължение)

Люксембург	63608.55	46698.88	20 000 евро 40 000 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	0.43 0.86
Холандия	29253.18	21476.53	20 000 евро	0.93
Норвегия	40005.43	29370.41	24 800 евро	0.84
Полша	12244.27	8989.26	7 000 евро	0.78
Португалия	19038.38	13977.23	25 000 евро 50 000 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	2.78 5.56
Словакия	15065.77	11060.69	10 000 евро	0.90
Испания	23627.12	17346.1	20 000 евро 40 000 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	1.15 2.31
Швеция	28205.33	20707.24	27 500 евро 55 000 евро, ако инвеститорът има едновременно книжа и парични средства в кредитна институция	1.33 2.66
Великобритания	28968.01	21267.17	72000 евро	3.39
Кипър	19632.61	14413.49	20 000 евро	1.39
Малта	19301.87	14170.67	20 000 евро	1.41
Литва	12918.88	9484.53	14 500 евро	1.53
Латвия	11844.62	8695.85	9 000 евро	1.03
Естония	15217.35	11171.98	12782 евро	1.14
Словения	20306.03	14907.88	20 000 евро	1.34
Турция	7502.95	5508.37	28 000 евро	5.08
Исландия	33269.11	24424.87	24 000 евро	0.98
Лихтенщайн	25000.00 ⁴	18354.01	20 000 евро	1.09
България	9204.53 ⁵	7802.43	6135.50 евро	0.79

Източник: IMF World Economic Outlook, UNDP statistics, CIA World Factbook.

⁴ По данни от CIA World Factbook към 1999 г.

⁵ По данни от IMF World Economic Outlook към 2005 г.

Литература

Динев, Д. Икономическите измами. Част I. С., 2006.

Закон за малките и средните предприятия. – ДВ, бр. 84 от 24 септември 1999 г.

Закон за публичното предлагане на ценни книжа. – ДВ, бр. 114 от 30 декември 1999 г.

Кодекс за застраховането. – ДВ, бр. 103 от 23 декември 2005 г.

Кодекс за социално осигуряване. – ДВ, бр. 110 от 17 декември 1999 г.

Наредба № 23 от 8 февруари 2006 г. за условията и реда за оценка на клиентските активи. – ДВ, бр. 19 от 2 март 2006 г.

Отчет за дейността през първото тримесечие на 2006 година. Комисия за финансов надзор, 2006 г.

Правилник за устройството и дейността на Фонда за компенсиране на инвеститорите в ценни книжа, издаден от Комисията за финансов надзор – ДВ, бр. 69 от 23 август 2005 г., изм. ДВ., бр. 97 от 2 декември 2005 г.

Яник, Б. Компенсационни системи за борсови инвеститори, действащи в гържавите – членки на ЕС, в светлината на Директива 97/9 (превод от полски език).

Annual Report Year Ended 31 July 2005, The Investor Compensation Company Limited, Ireland, 2005.

Arrangements for Funding of the Investor Compensation Scheme Operated by ICCL, the Investor Compensation Company Limited, Ireland, 2004.

Compensating Losses in Financial Services: Who Should Pay?, OXERA, 2006.

Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, OXERA, Report prepared for European Commission (Internal Market DG), January 2005.

Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, OXERA, Appendices, Report prepared for European Commission (Internal Market DG), January 2005.

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes.

Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes.

Evaluation of the Investment Compensation Scheme Directive, DG Internal Market and Services, Executive Report and Recommendations (оговeстен на 22.06.2005 г.).

Funding of the Financial Services Compensation Scheme, OXERA, Report prepared for the Financial Service Authority, 2006.

Garcia, G., Deposit and Investor Protection in the EU and the Netherlands: A Brief History, 2002.

Report on the Application of the Investor Compensation Schemes Directive (97/9/EC) in Iceland, Liechtenstein and Norway, EFTA Surveillance Authority, 2001.

Risky Business: Do European Investors Need Protection, OXERA, 2005.

ДИСКУСИОННИ МАТЕРИАЛИ

- DP/1/1998 Първата година на Паричния съвет в България
Виктор Йоцов, Николай Неновски, Калин Христов, Ива Петрова,
Борис Петров
- DP/2/1998 Финансова репресия и рაციониране на кредита в условията на
паричен съвет в България
Николай Неновски, Калин Христов
- DP/3/1999 Стимули за инвестициите в България: оценка на нетния данъчен
ефект върху тържавния бюджет
Добрислав Добрев, Бойко Ценов, Петър Добрев, Джон Ърст
- DP/4/1999 Два подхода към кризите на фиксираните курсове
Николай Неновски, Калин Христов, Борис Петров
- DP/5/1999 Моделиране на паричния сектор в България, 1913–1945 г.
Николай Неновски, Борис Петров
- DP/6/1999 Паричен съвет и финансови кризи – опитът на България
Румен Аврамов
- DP/7/1999 The Bulgarian Financial Crisis of 1996–1997
Zdravko Balyozov
- DP/8/1999 Икономическата философия на Фридрих Хайек (100 години от
рождението му)
Николай Неновски
- DP/9/1999 Паричният съвет в България: устройство, особености и
управление на валутния резерв
Добрислав Добрев
- DP/10/1999 Паричните режими и реалната икономика (Емпиричен тест преди
и след въвеждането на паричен съвет в България)
Николай Неновски, Калин Христов
- DP/11/2000 The Currency Board in Bulgaria: The First Two Years
Jeffrey B. Miller
- DP/12/2000 Fundamentals in Bulgarian Brady Bonds: Price Dynamics
Nina Budina, Tzvetan Manchev
- DP/13/2000 Изследване на парите в обращение след въвеждането на
паричния съвет в България (транзакционно търсене,
натрупване, скрита икономика)
Николай Неновски, Калин Христов
- DP/14/2000 Макроикономическите модели на Международния валутен фонд и
Световната банка (анализ на теоретичните подходи и оценка на
ефективността от прилагането им в България)
Виктор Йоцов
- DP/15/2000 Динамика на банковите резерви при паричен съвет
Борис Петров

- DP/16/2000 Един възможен подход за изграждане на симулационен макроикономически модел на България
Виктор Йоцов
- DP/17/2001 Надзор на консолидирана основа
Маргарита Пранджева
- DP/18/2001 Ригидност (негъвкавост) на реалните работни заплати и избор на паричен режим
Николай Неновски, Дарина Колева
- DP/19/2001 The Financial System in the Bulgarian Economy
Jeffrey Miller, Stefan Petranov
- DP/20/2002 Forecasting Inflation via Electronic Markets Results from a Prototype Experiment
Michael Berlemann
- DP/21/2002 Корпоративен имидж на търговските банки (1996–1997 г.)
Мирослав Негелчев
- DP/22/2002 Fundamental Equilibrium Exchange Rates and Currency Boards: Evidence from Argentina and Estonia in the 90's
Kalin Hristov
- DP/23/2002 Кредитна активност на търговските банки и рაციониране на кредитния пазар в България
Калин Христов, Михаил Михайлов
- DP/24/2002 Ефектът Balassa – Samuelson в България
Георги Чукалев
- DP/25/2002 Пари и парични задължения: същност, уговаряне, изпълнение
Станислав Нацев, Начко Стайков, Филко Розов
- DP/26/2002 Относно едностранната „евроизация“ на България
Иван Костов, Яна Костова
- DP/27/2002 Shadowing the Euro: Bulgaria's Monetary Policy Five Years on
Martin Zaimov, Kalin Hristov
- DP/28/2002 Improving Monetary Theory in Post-communist Countries – Looking Back to Cantillon
Nikolay Nenovsky
- DP/29/2003 Дуална инфлация в условията на паричен съвет. Предизвикателства при присъединяването на България към ЕС
Николай Неновски, Калина Димитрова
- DP/30/2003 Exchange Rate Arrangements, Economic Policy and Inflation: Empirical Evidence for Latin America
Andreas Freytag
- DP/31/2003 Inflation and the Bulgarian Currency Board
Stacie Beck, Jeffrey B. Miller, Mohsen Saad
- DP/32/2003 Banks – Firms Nexus under the Currency Board: Empirical Evidence from Bulgaria
Nikolay Nenovsky, Evgeni Peev, Todor Yalamov

- DP/33/2003 **Моделиране на инфлацията в България**
Калин Христов, Михаил Михайлов
- DP/34/2003 **Competitiveness of the Bulgarian Economy**
Konstantin Pashev
- DP/35/2003 **Exploring the Currency Board Mechanics: a Basic Formal Model**
Jean Baptiste Desquilbet, Nikolay Nenovsky
- DP/36/2003 **Съставен конюнктурен индикатор за българската промишленост**
Цветан Цалински
- DP/37/2003 **The Demand for Euro Cash: A Theoretical Model and Monetary Policy Implications**
Franz Seitz
- DP/38/2004 **Равнище на доверие във валутния режим в България през 1991–2003 г. Начален опит за калибрация**
Георги Ганев
- DP/39/2004 **Credibility and Adjustment: Gold Standards Versus Currency Boards**
Jean Baptiste Desquilbet, Nikolay Nenovsky
- DP/40/2004 **Паричният съвет: „The only game in town“**
Калин Христов
- DP/41/2004 **The Relationship between Real Convergence and the Real Exchange Rate: the Case of Bulgaria**
Mariella Nenova
- DP/42/2004 **Effective Taxation of Labor, Capital and Consumption in Bulgaria**
Plamen Kaloyanchev
- DP/43/2004 **Платежният баланс на Царство България от 1911 г.**
г-р Мартин Иванов
- DP/44/2005 **Beliefs about Exchange-rate Stability: Survey Evidence from the Currency Board in Bulgaria**
Neven T. Valev, John A. Carlson
- DP/45/2005 **Възможности за съставяне и използване на баланс на паричния оборот**
Методи Христов
- DP/46/2005 **The Microeconomic Impact of Financial Crises: The Case of Bulgaria**
Jonathon Adams-Kane, Jamus Jerome Lim
- DP/47/2005 **Лихвените спредове на търговските банки в България**
Михаил Михайлов
- DP/48/2005 **Измерване на общата факторна производителност: счетоводство на икономическия растеж за България**
Калоян Ганев
- DP/49/2005 **Опит за измерване на съществената инфлация в България**
Калина Димитрова
- DP/50/2005 **Икономически и паричен съюз на хоризонта**
Д-р Цветан Манчев, Минчо Карабастев

- DP/51/2005 **Брейди одисеята на България**
Гарабег Минасян
- DP/52/2006 **General Equilibrium View on Trade Balance Dynamics in Bulgaria**
Hristo Valev
- DP/53/2006 **The Balkan Railways, International Capital and Banking from the End of the 19th Century until the Outbreak of the First World War**
Peter Hertner
- DP/54/2006 **Националният доход на България, 1892–1924 г.**
Мартин Иванов