

**УПРАВЛЕНИЕ НА РИСКА С ФИНАНСОВИ ДЕРИВАТИВИ,
ТЪРГУВАНИ НА НЕМСКАТА И ЛОНДОНСКАТА
БОРSOVA ГРУПА**

проф. д-р Сава Христов Димов
Бургаския свободен университет

**RISK MANAGEMENT WITH FINANCIAL DERIVATIVES
TRADED IN GERMAN AND LONDON STOCK EXCHANGE
GROUP**

Professor Sava Hristov Dimov, PhD
Burgas Free University

Abstract: *The article examined the emergence and evolution of derivative financial instruments of the German and London stock groups - Frankfurt Stock Exchange, the Stock Exchange for futures and options Eurex, the trading system Xetra, the exchange for structured products Scoach, Tradegate Exchange, Clearstream International, Euronext. Liffe, EDX London, ICE Futures Europe and the London Metal Exchange.*

Анотация: *В материала се изследват появата и еволюцията на деривативните финансови инструменти на немската и лондонската фондови групи - франкфуртска фондова борса, борсата за фючърси и опции Eurex, търговската система Xetra, борсата за структурирани продукти Scoach, Tradegate Exchange, Clearstream International, Euronext. Liffe, EDX London, ICE Futures Europe и London Metal Exchange.*

Key words: *derivative assets, german stock exchange group, english stock exchange group, exchange traded fund, structured product.*

Ключови думи: *дериватни активи, немска фондова група, лондонска фондова група, борсово търгувани фондове, структурирани продукти.*

JEL Classification System: *G15, F31*

JEL класификация: *G15, F31*

1. Поява и еволюция

Понятието „деривативен финансов инструмент“ дава информация, че той е произведен финансов инструмент, стойността на който пряко зависи от определен базов актив (ценни книжа или други финансови инструменти).¹ Професор Йорданка Статева използва лансираната от Робърт Мертън (Robert Merton) терминология за

1 Виж още: Касабова, К. Правни аспекти на финансовите инструменти. Видове финансови инструменти, които не са ценни книжа. ИК „Труд и право“, С., 2007, с. 216-217

„финансовата иновационна спирала“ (financial innovation spiral), като представя появата и развитието на пазарите за деривативни продукти, където кредитните деривати са последната, респективно поредната финансова иновация.²

Авторите на фундаменталното произведение „ИНВЕСТИЦИИ“ Зви Боди, Алекс Кейн и Алън Дж. Маркър определят пазарите на фючърси и опции като една от най-значителните промени на финансовите пазари през последните години. Според тях „плащанията по тези инструменти зависят от стойностите на други активи, като цени на стоки, облигации и акции, или от стойностите на пазарни индекси. По тази причина, тези инструменти понякога се наричат производни или деривативни активи (derivative assets) или условни права (contingent claims). Техните стойности се извеждат или са обусловени от стойностите на други активи.“³

Първите деривативи се използвали в Древен Вавилон. Търговците на Вавилон са били принудени да търсят средства за оборудване на каравани. В резултат на това, те разбират, че е по-изгодно да се сключи споразумение с кредиторите по реда, на които дилърите получават кредити. Тяхното възстановяване ще зависи от това колко успешно ще се приеме доставката на стоката.

Прототипи на производните инструменти са намерени в историята на европейската търговия. Това се случва през годините на икономическия бум на XII век, който са допринесли за нейното развитие.

В края на 30-те години на XVII век най-големите индустриални страни (Нидерландия и Англия) са обхванати от вълна, наречена „лалемания“. Още в началото на века в Амстердам, търгувани опции върху луковици на лалета. До 30-те години на XVII век се използват първите форуърдни договори за Кралската борса в Англия.

Разработването на финансови деривативи се забелязва и в други части на света, като например Япония. Първообраз на съвременните деривативни ценни книжа възниква през 50-те години на XVII век. Японските собственици на земя използват документи, които им дават право да продават своята оризова продукция още преди да са я засели. Японският търговец Мунехиса от рода Хома е първия инвеститор, който отделя голямо внимание на търговската психология. Той разработва концепцията за „японските свещи“, която става „азбуката“ на съвременните стратегии за търговия.

В 30-те години на XIX век търговията със стандартни опции става обичайно явление на Лондонската фондова борса. През 60-те години на XX век поупко-продажбата на опции за стоки и акции е практика на американските фондови борси. Счита се, че първия съвременен форуърден контракт е сключен на Чикагската търговска палата на 13 март 1851 г., а в 1865 г. е формализирана търговията със зърно, чрез въвеждане на първите фючърски договори. Тези договори са със стандартни параметри по отношение на конкретно количество и качество на стоката, време и място за бъдеща доставка на зърно.

Развитието на опционните сделки и пазари преминава през различни периоди. Трайно влияние оказват няколко промени, свързани със структурата на опционните сделки и характера на техните пазари. Възникването на опциите датира още от XVII век в Англия. Търговията с опции се разглежда като един от първичните пазари, на който лицата са лишени от възможността да развалят своите договори на активния втори-

² Статеева, Й. Анализ на развитието на пазара на кредитни деривативи./ http://research.unwe.bg/uploads/ResearchPapers/Research%20Papers_vol2_2005_No2_Y%20Stateva.pdf (2016-06-12), с. 57

³ Боди, Кейн, Маркър. Инвестиции. Изд. Натурела, С., 2010, Пазари на деривати, с. 65

чен пазар. Опциите са търгувани в скромни количества преди около сто години на извънборсовия пазар. Силно влияние върху развитието на пазара на опции оказва специализираният пазар на опции в Чикаго. Първата сделка с опции е направена на 26 април 1973 г. на този опционен пазар – Chicago Board Option Exchange (CBOE). Още през същата година средният ежедневен обем на пазара е възлиза на около 10 000 опционни контракти.

В 1972 г. на Чикагската стокова борса (Chicago Mercantile Exchange) е създадено ново подразделение – международен валутен пазар (International Monetary Market), който се превръща в специализирана борсова площадка за търговия с фючърсни контракти. В 1973 г. е учредена и Чикагската опционна борса.⁴

Следователно се затвърждава положението, че:

♦ *в края на 70-те години на миналия век търговията с производни ценни книги успява да навлезе като обичайна практика на фондовите борси по целия свят;*

♦ *появата и развитието на финансовите деривативни инструменти е закономерно явление във финансовия свят, което идва да разреши натрупани противоречия в механизма на функциониране на международните пазари. Успоредно с това, мотивите на техните участници се преекспонират от традиционно инвестиционни сделки към спекулация и хеджинг. Това налага появата на по-широка гама от продукти, което рефлектира върху международните финансови пазари;*

♦ *търговията на деривативни инструменти е съсредоточена на няколко големи финансови пазари, които имат глобален характер, между които са немската и английската фондови групи.*

2. Немската борсова група (Deutsche Börse Group AG)

Немската борсова група е една от най-крупните и знакови борсови организации в световен мащаб.⁵ Тя обхваща около 97% от германските ценни книги, такива като на BMW, Siemens, Lufthansa и други, контролира най-големия пазар на деривативи на планетата Eurex. На нейната търговска площадка се обръщат преобладаващата част финансови инструменти като: акции, облигации, структурирани продукти, фондове и всички други типове деривативи. Борсовата група разчита на европейските индекси – DAX и EUROSTOXX 50. Освен това, тя е основен доставчик на сервиз за трейдинг, от информационни данни, клиринг до разработката на технологични решения за организация на търгове.

Организационната структура на Deutsche Börse се определя като „велика шахматна дъска“⁶, съставена от хармонично допълващ се сервиз и структури: пазар на акции, пазар на деривативи и пазар на структурирани продукти, обединени от единна електронна търговска система Xetra. Всички търговски операции се обработват от Clearstream International:

⁴ Виж за подробности: История развития деривативов./ <http://investtalk.ru/forum/topic/19403-istoriia-razvitiia-derivativov/> (2016-06-13); Дериватив математика, дериватив пример, дериватив ударение./ <http://miscoconverter.ru/zumifionnai/Дериватив> (2016-06-13)

⁵ Corporate report 2014 About us, the year 2014, and our prospects for the future. Deutsche Börse AG, 60485 Frankfurt / Main, 332 p.

⁶ Красиков, С. Deutsche Borse: немецкое - значит отличное. // Saxo Bank./ <http://ru.saxobank.com/trading-products/stocks/deutsche-borse> (2016-06-12)

2.1. Франкфуртска фондова борса

Тя е най-голямата фондова площадка в Германия и една от крупните в света. Там се обръщат над 11 хил. акции на национални и транснационални компании, около 1000 търгуеми на борсата фондове (Exchange Traded Fund, ETF), 23 хил. ценни книги с фиксиран доход, 3 хил. инвестиционни фондове и над 1 млн. структурни продукти. Оборота на площадката към юли 2013 г. достига 4.1 млрд. евро.

Пазарът на ценни книги на Франкфуртската фондова борса включва три сегмента, като всеки един от тях работи с определени емитенти:

- ✓ „начален стандарт“ – за компании с малка капитализация и стартап (от англ. startup company, startup, букв. „начало процеса“);
- ✓ „основен стандарт“ – за тези, които търсят национални инвеститори;
- ✓ „прайм-стандарт“ – за международни инвеститори.

2.2. Борса за фючърси и опции Eurex

Борсата за финансови деривативи Eurex е създадена в 1998 г. в резултат на сливането на немската борса за деривативи Deutsche Terminbörse DTB и швейцарската Swiss Options and Financial Futures SOFFEX. През 2007 г. Eurex купува Ню Йоркската борса за деривативи International Securities Exchange Holdings, Inc. (ISE), като по този начин създава една от най-крупните трансатлантически пазарни площадки за търговия на производни инструменти. През средата на 2000 г. борсата е най-големия международен организатор на пазари в света на фючърси, опции на акции, фондови индекси, лихвени суапи и други. В такова състояние през 2012 г. Eurex е погълната от Deutsche Börse Group AG. По този начин Eurex става най-голямата борсова площадка в света на деривативи, където се извършват над 2.3 млрд. сделки в годината (с отчитане на ISE). В сегмента фючърси на дългосрочни и средносрочни държавни германски облигации Eurex обезпечава около 90% на пазара в Европа.⁷

2.3. Търговската система Xetra

Системата за електронни търгове Xetra е открита в ноември 1997 г.⁸ Тя обезпечава пълно регулиране и контролирано взаимодействие на всички търговски партньори. Постепенно всички търгове преминават в електронен формат на платформата и през 2011 г. се отказва от операционните зали.

Xetra се определя като паневропейска електронна система на един от най-големите борсови оператори в света „Дойче бързе“ (Deutsche boerse), която е предназначена за спот-търговия с акции и редица други инструменти в т.ч. индексни фондове (ETFs), борсово търгувани продукти (ETPs), взаимни фондове, облигации, варианти, сертификати и права. Тя е една от най-мощните платформи, синоним на електронизацията и интернационализацията на търговията с ценни книжа. Системата се използва от Виенската (от ноември 1999 г.) и Ирландската фондова борса (юни 2000 г.), пазарите Eurex Bonds, Eurex Repo, както и търговията на Европейската енергийна борса в Лайпциг, са изцяло базирани на технологии на Дойче Бързе. Шанхайската фондова борса, която е най-голямата в Китай, също възнамерява да използва технологията на Xetra като основен елемент за бъдещата си търговска система.⁹ Българска фондова

⁷ Според Красиков, С. Цит. статия.

⁸ Торговые сегменты Xetra и Scoach // официальный сайт холдинга „Финам“ (электронный ресурс). - Режим на достъп:

http://www.finam.ru/international/xetra00001/default.asp#scoach_discr (2016-06-10)

⁹ Виж за подробности: <http://www.bse-sofia.bg/?page=XETRA> (2016-06-08)

борса – София АД също използва системата за борсова търговия Xetra. През юли 2013 г. оборота на площадката достига до 90.9 млрд. евро при 16.7 млн. извършени транзакции.

2.4. Борса за структурирани продукти Scoach

Голяма част от деривативните структурирани продукти¹⁰ се търгуват на Scoach. Тя е съвместен проект на SIXSwissExchange и Deutsche Borse AG от 2007 г. Платформата Scoach се опира на опита на борсата Eurex и провайдера на индекса STOXX, обединявайки най-крупните и стари пазари на производни финансови инструменти в Европа. Scoach използва системата на Xetra, която е една от най-мощните системи за търговия на ценни книги в света. В период на пиково натоварване Xetra обработва над 1.3 млн. сделки в ден.¹¹ Емитенти на сертификати са крупните инвестиционни банки в Еврзоната (Deutsche Bank, Barclays Bank, BNP Paribas) и транснационалните институти (Bank of America, HSBC, J.P.Morgan, Citibank).¹²

Структурираният продукт е съставен от базови активи (акции, облигации, фючърси) и допълнителен произведен компонент. Той може напълно или частично да бъде от парични потоци, които имат въздействие върху цените на търгуемите ценни книги. Класификацията на търгуваните структурирани продукти включва:

- варианти с временна цена;
- варианти със скрита цена;
- дисконтен сертификат на индекса EURO STOXX 50;
- бонусен сертификат на индекс EURO STOXX 50;
- сертификати за участие и отстъпка;
- сертификати за гарантиране;
- ливъридж сертификати;
- обратно конвертируеми облигации и други.

2.5. *Tradegate Exchange* (<http://www.tradegate.de>) е първата немска електронна извънборсова система за търговия на ценни книги със седалище в Берлин. Като търговска платформа на нея се обръщат акции, облигации и взаимни фондове на търговски сесии. В графичен и табличен вид на нея се следят промените в стойностите на индексите. С влизането в сила на Директивата на ЕС относно пазарите на финансови инструменти (*Markets in Financial Instruments Directive, Directive 2004/39/EC, MiFID*) от ноември 2007 г. Tradegate придоби статут на многостранна система за търговия, а от януари 2010 г. продължава да съществува като електронна система за борсова търговия. Тя е специализирана в изпълнението на частни поръчки с инвеститори на фондовата борса. Около 75% от нейните акции са притежание на немската борсова група.

¹⁰ Въпреки, че според изследване на Google.com около 80% от случаите се използва термина „структурен продукт“, ние считаме, че по-правилно е да се разбира и употребява понятието „структуриран продукт“, от значението на „structured product“ (като „structural“ означава структурен, а „structured“ - структуриран). Още повече, че „structured“ в английския език означава причастие, образувано от глагола „to structure“, а „structural“ е прилагателно от съществителното „structure“ (структура). В подкрепа на казаното, финансовите инструменти в тази група (варанти и сертификати) са изградени на базата на структурирания, а не на структурния подход.

¹¹ Deutsche Borse Group: „From trading floor to electronic marketplace“, Frankfurt/Main: 2009, p. 3

¹² Scoach/официалният сайт секции биржи (електронный ресурс). Режим за достъп: <http://www.scoach.de/en/latest-news/market-overview>. (2016-06-12)

2.6. Clearstream International

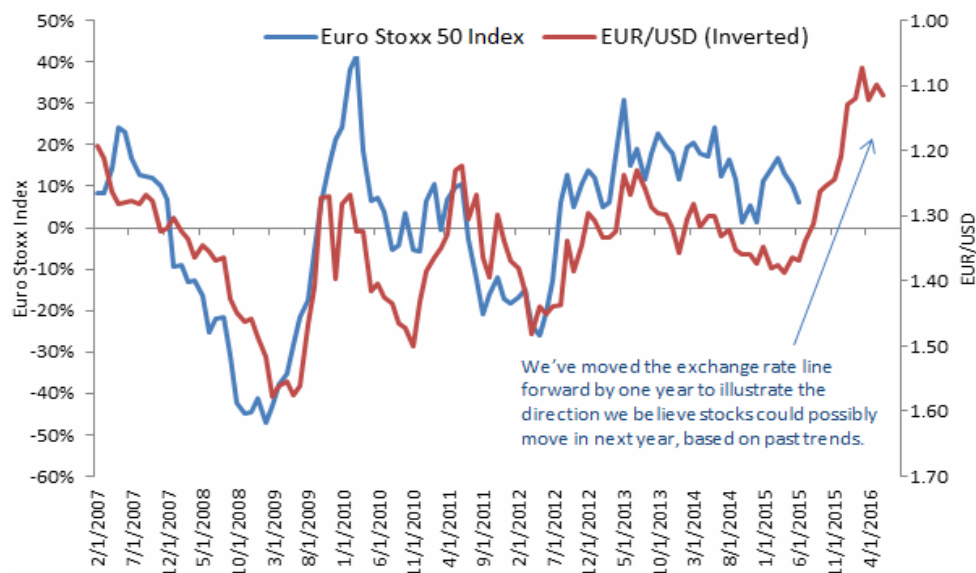
Водещ европейски доставчик на клирингови услуги по акции и облигации за международните финансови пазари. Той притежава възможности да обработва над 10 млн. трансакции на месец, около 850 хил. ценни книги. Той разполага с информация за акции и облигации, на стойност над 11 трлн. евро. Технологиата Clearstream позволява да се оказват услуги в областта на мениджмънта, търговските разчети, управлението на залоговите обезпечения в режим реално време.

През 1988 г. Немската борса създава собствен фондов индекс DAX (от нем. Deutscher Aktienindex, на пазара е указан като GER30), съставен от 30 „сини чипа“ на немския пазар като Adidas, Henkel, BASF, Daimler, Bayer, Siemens, Volkswagen, SAP, BMW и други. DAX се изчислява като среднопретеглена капитализация на акциите на тези дружества в Германия. При неговото изчисление се използват цените на акциите на електронната борса Хетра в работните банкови дни от 9:00 до 17:30 централно европейско време;

Другият фондов индекс DJ Euro STOXX 50 се конструира от 1998 година. Той е водещ европейски индекс на „сини чипове“ от 50 акции на компании, преобладаващата част от, които са от Германия и Франция на 12 държави от Евроразона. Борсовият индекс е лицензиран като основа на широк спектър от инвестиционни продукти като ETF, фючърси и опции, структурирани продукти и други. Дава информация за най-активните акции, акциите на лидерите на растежа и акции на лидерите на падането. Средномесечните стойности на Euro Stoxx 50 Index за периода януари 2007-2016 г. са както следва. (сравнение с водещата валутна котировка евро – долар, виж - *Correlations have historically been strong between movements in the EUR/USD exchange rate and the region's subsequent one-year stock market performance.*)

Диаграма №1

Средномесечни значения на борсовия индекс на Евроразона и водещата валутна котировка EUR/USD



За посочения период се забелязват:

- *индексът следва елитното валутно отношение „евро-долар“;*
- *най-ниски стойности са отчетени през 2008-2009 г., а най-високи за 2010 и 2013 години;*
- *индикациите на индекса „пробиват“ тези на валутната котировка, като например за 2008-2009г. и след 2012 години;*
- *валутното измерение 1-ца EUR равно на единици USD след 2012 г. клони към единица, което свидетелства за отслабване на позициите на колективната европейска валут и поскъпване на долара.*

3. Лондонска борсова група (London Stock Exchange group)

В лондонската борсова група съществуват четири електронни площадки, където се осъществяват сделки с финансови деривативи:

3.1. Euronext. Liffe обслужва международния бизнес на борсата Euronext, свързана с деривативи на представителна група европейски банки от Амстердам, Брюксел, Лисабон, Париж и други. Liffe Connect е единна електронна площадка за търговия на деривативи, осъществявана от 68 пункта в 29 страни. Тя е втората по размер на операциите площадка за търговия с деривативи след Чикагската стокова борса. Основана е като общоевропейска борса в 2000 г., а през следващата, присъединява към себе си Liffe. Използва в обращение широка гама от търгувани деривативни продукти като краткосрочни процентни книги, номинирани в евро, опции, правителствени дългови задължения, облигации, индексни продукти, чуждестранни валути и други;

3.2. EDX London, реализира се като електронна платформа на деривативни инструменти, създаден от Лондонската фондова борса през 2003 година. Целта на такива своеобразни структури като EDX е да приближават пазарите на деривативи към Лондонската фондова борса на базата на съединяване на ликвидността на лондонски борсови структури и върховите технологии. Участниците на EDX London получават възможност да осъществяват сделки със стандартизирани и гъвкави фючърсни и опционни контракти, използвайки борсите за деривативи в Копенхаген, Стокхолм и Осло. Приблизително около 13% от търговията с лондонски деривативи се реализира на тази търговско-информационна площадка;

3.3. ICE Futures Europe

Първата борса за електронен достъп до енергийните пазари, която обхваща около 50% от фючърсите за петрол и газбол в Европа. Водещ световен еталон за фючърси върху сурово и рафинирано масло, лихвени фючърси и опционни договори от краткосрочно към средно и дългосрочни лихвени проценти, опционни и фючърсни контракти на какао, кафе „Робуста“, бяла захар и фуражна пшеница. Тя притежава квоти на Европейския съюз за търговия с емисии със сертифицирани контракти, както и широка гама от индексни фючърси.

3.4. London Metal Exchange

Лондонската „метална“ борса е световен финансов център за търговия с промишлени метали. Тя е един от най-големите пазари за търговия на метали в света, който обхваща групите на:

- ♦ черни метали (steel rebar, steel biller и стоманен скраб);
- ♦ цветни метали (алуминиеви сплави, мед, никел, калий, цинк и други);
- ♦ незначителни метали (кобалт и молибден);
- ♦ общността на благородните метали (паладий и платина).

Електронния търг „LMEbullion“, който стартира през декември 2014 г. дава възможност два пъти дневно да се получава информация за цените на платината и паладия по определена методология. Официалните цени на металите на LME като еталон са в щатски долари за тон към точно определена дата. Те се използват като световни референтни цени. Тя предлага още фючърси и опции върху метали, договори с дневни срокове на годност до 3 месеца от датата на сделката, едноседмични договори до 6 м., като и месечни договори до 123 м. (Виж спецификации на фючърсен договор на L.M. Exchange)

Достигнати изводи:

Първо, деривативните финансови инструменти проникват дълбоко в международните финансови пазари. Тяхното експлозивно нарастване и договореностите по тях са едно от най-атрактивните събития в финансовия сектор на икономиката. Тази своеобразна реакция се дължи главно на привлекателността на тези активи, реализиращата се висока възвращаемост, която предполага и по-големи рискове.

Второ, тенденцията към комбиниране на деривативните инструменти се задълбочава. Изградената система от такива инструменти включва широка гама от продукти, техники за търговия, стратегии и прийоми за реализиране намеренията на инвеститорите. Начинът на употреба на деривативите, може да осигурява не само защита от риска чрез хеджинг, но и реализиране на спекулативни и арбитражни мотиви. В този контекст, финансовите деривативи означават, че може да се продаде или купи ценова волатилност на търгуемите активи и реализира определен резултат. Затова дериватите често пъти се дефинират като инструменти за покупко-продажба на пазарно предчувствие.

Трето, настоящата глобална финансово-икономическа криза потвърди по-рано лансираната теза, че финансовите деривативи могат да се тълкуват и като „хазарт, който заплашва стабилността на световните финанси.“¹³ Ярък пример за това са възможностите за управление на рискове с търгувани деривативи и структурирани продукти на немската и лондонската фондови групи.

References:

1. Боди, Кейн, Маркъс. Инвестиции. Изд. „Натурела“, С., 2010
2. Димов, С. Дериватите – рисков и печеливш бизнес. Издателство „Абагар“, 1987
3. Касабова, К. Правни аспекти на финансовите инструменти. Видове финансови инструменти, които не са ценни книги. ИК „Труд и право“, С., 2007

¹³ Виж: Димов, С. Дериватите – рисков и печеливш бизнес. Издателство „Абагар“, 1987, с. 29-30

4. Татева, Й. Анализ на развитието на пазара на кредитни деривативи./ http://research.unwe.bg/uploads/ResearchPapers/Research%20Papers_vol2_2005_No2_Y%20Stateva.pdf (2016-06-12)
5. История развития деривативов./ <http://investtalk.ru/forum/topic/19403-istoriia-razvitiia-derivativov/> (2016-06-13)
6. Дериватив математика, дериватив пример, дериватив ударение./ <http://mtsconverter.ru/zymufiomnai/Дериватив> (2016-06-13)
7. Красиков, С. Deutsche Borse: немецкое – значит отличное. // Saxo Bank./ <http://ru.saxobank.com/trading-products/stocks/deutsche-borse> (2016-06-12)
8. Торговые сегменты Xetra и Scoach // официальный сайт холдинга „Финам“
9. (электронный ресурс). - Режим на достъп: http://www.finam.ru/international/xetra00001/default.asp#scoach_discr (2016-06-10)
10. <http://www.bse-sofia.bg/?page=XETRA> (2016-06-08)
11. Deutsche Borse Group: „From trading floor to electronic marketplace”, Frankfurt/Main: 2009
12. Scoach//официальный сайт секции биржи (электронный ресурс). Режим за достъп: <http://www.scoach.de/en/latest-news/market-overview> (2016-06-12)
13. orporate report 2014 About us, the year 2014, and our prospects for the future. Deutsche Börse AG, 60485 Frankfurt /Main