

# Глава 1. Възникване и развитие на борсовата търговия

Развитието на търговията през средновековието налага обособяването на основни центрове (тържища) за търговски операции, където се сключват сделки с качествено еднородни и взаимнозаменяеми стоки. Зараждането на подобни тържища се свързва предимно с развитието на средновековните стокови панаири, които с течение на времето се превръщат в постоянно действащи центрове за търговия.

В Европа тези панаири са наричани борси. Названието „борса“ произхожда от името на търговския род Van der Burse, или Van der Beurse, в чиято страноприемница в гр. Брюж (Brugge) от 1409 г. регулярно се събирали търговци за сключване на различни сделки. Твърди се, че първата организирана стокова борса се създава в Антверпен (1460 г.), след това в Лион (1462 г.) и Амстердам (1530 г.).<sup>1</sup>

## 1.1. Възникване и развитие на стоковите борси

В исторически план стоковите борси се зараждат най-напред в италианските градове-държави, където по това време е най-развита търговията, а разделението на труда най-силно изразено. Първите стокови борси, по подобие на практиката в средните векове, са териториално обособени тържища за продажба на големи количества стоки с еднородно качество, което е характерна особеност и за съвременните стокови борси. Първоначално на стоковите борси се търгува основно със суровини и метали, но и с много други стоки. В съвременните условия от най-голямо значение за световната търговия със стоки са борсите в Чикаго, Ню Йорк и Лондон. Развитието на транспортните и комуникационните средства позволява все по-голяма част от тази търговия да се съсредоточи в основни борсови центрове, което облекчава реалното отчитане на търсенето и предлагането на стоки, а изменението на борсовите цени се поддържа в оптимални граници.

До началото на 19. век на борсите се търгува само с налични стоки и едва след това се зараждат познатите в съвременната практика срочни операции (продажба на стоката с доставка в определен срок), което позволява съвременните борси да се превърнат в срочни пазари.

Нарастването на обема на производството и търговията, както и нестабилността на цените на малките регионални пазари обуславят развитието на срочната

---

<sup>1</sup> Вж. Buschgen, E. H., Das kleine Borsen-Lexikon, Handelsblatt, Dusseldorf, 1991. Първите борси възникват през 16. век. В по-големите пристанищни градове на Европа започват редовно да се срещат търговци и да сключват сделки.

борсова търговия. Все по-голямо внимание се отделя на възможностите за получаване на допълнителна печалба, реализирана от детайлизираните условия на сделките, обусловени от несъвпадането на момента на производство и момента на реализация. Подобна потребност се заражда в ранните периоди от развитието на съвременното индустриално общество, когато все още младата индустрия изисква големи количества суровини (добивани предимно от колониите с много труд и превозвани на огромни разстояния за продължително време). Появата на срочни операции на стоковите борси предполага възникването и развитието на нови тенденции в борсовата търговия.

В съвременните условия търговските операции на стоковите борси се основават на типови контракти за определен обем стока с фиксирано качество. Това означава, че на борсата може да се предложи за продан стока, предварително оценена от борсови експерти, които потвърждават съпътстващата технико-икономическа информация за стоката, но може да се предложи и стока, която още не е произведена.

Освен това в зависимост от концентрацията на борсовата търговия и спецификата на извършваните операции някои борси с течение на времето се специализират само в търговия с определена група стоки (например за търговия с метали в Лондон и Ню Йорк, за зърно в Чикаго), а други се оформят като борсови центрове с общо предназначение, на които по принцип се търгува с различни стоки, приети за борсова търговия. Такива борси в Европа са Виена, Цюрих, Париж, Франкфурт и др., а със световно значение са борсите в Ню Йорк, Чикаго, Лондон, Калкута, Сингапур и др.

## **1.2. Възникване и развитие на фондовите борси**

Борсите за ценни книжа възникват значително по-късно от стоковите борси и първоначално се основават на тяхната организация и техника на борсови операции. Първите борси за търговия с ценни книжа възникват в Англия, САЩ и Германия в средата и в края на 18. век, а в Япония фондовата борса в Токио е открита едва през 1878 г.

Развитието на производството и необходимостта от акумулиране на по-голяма маса капитал налагат образуването и развитието на акционерни дружества, част от които по-късно се превръщат в световноизвестни фирми. Възможността да се управляват акционерни дружества посредством контролния пакет акции (обикновено най-големият акционер притежава значително под 50% от общия обем акции) позволява на дребните акционери да купуват акции от тези дружества, като прехвърлят правото си на глас на банкови институции, брокерски специализирани къщи или трети лица, които да се занимават с тяхното компетентно управление. На практика разрастването на търговията с акции е основна предпоставка в

исторически план за възникване на фондовите борси като специализирани за целта пазари.

Твърди се, че първите организирани продажби на акции в Европа са осъществени на борсата в Амстердам, където започва търговия с акции на Източноиндийската компания<sup>2</sup>. С развитието на индустриализацията през 19. век като естествен център на търговията с ценни книжа в Европа се установява Лондон, защото Англия е една от най-развитите държави по това време. До началото на 20. век Лондонската фондова борса има на практика водещо място в световната търговия с ценни книжа. След Първата световна война, центърът на световната търговия с ценни книжа се премества в Ню Йорк (New York Stock Exchange), следван от борсите в Токио, Лондон и Цюрих.

Първата американска фондова борса е основана във Филадельфия през 1790 г. По това време на Wall Street не е имало фондова борса, а е била само улица, построена скоро след създаването на New York през 1609 г., свързваща река Hudson с East River. По това време „Улицата е просто проход, минаващ покрай стената<sup>3</sup>, която предпазвала Манхатън от набезите на индианците.“<sup>4</sup>

През 1789 г. първият конгрес на Съединените щати избира Джордж Вашингтон за президент и същата година са направени първите сделки с ценни книжа след емитирането на \$ 80 млн. държавни облигации за покриване на разходите от войната. През същата година Конституцията забранява на отделните щати да сечат свои пари. „Бизнесът между търговците на едро, представляващ жизненоважната основа на ранната икономика, можел да се извършва с британски паунди, френски франкове или испански дублони, а също така и с новите американски долари. Когато сделките били особено рискови, заплащането често можело да се изиска в звонкови пари – златни или сребърни кюлчета“<sup>5</sup>

Две години по-късно се появяват и първите банкови акции. На публиката са предложени дялове от националната банка Bank of the United States. Инвеститорите, които купували и продавали ценни книжа, ги предлагали за търговия в магазините за кафе на улица „Wall Street“ или чрез обяви във вестниците. Нуждата от организиран пазар се появила с нарастването на предлагането на акции от много и различни компании, включително банкови и застрахователни. Търговците започнали да се интересуват от провежданите аукциони за продажба на акции и облигации, тъй като търговията с ценни книжа се разраствала бързо и

---

<sup>2</sup> Anhold, H. Das neue Börsenlexikon, Frankfurt a.M., 1981, S. 53.

<sup>3</sup> Стената е издигната от Питър Стайвесънт през 1653 г., за да предпазва първите холандски заселници от местните индианци.

<sup>4</sup> Гейст Ч. Р. Уолстрийт История, С., 2002, стр. 15.

<sup>5</sup> Гейст Ч. Р. Уолстрийт История, С., 2002, стр. 4.

ставала все по-значима в сравнение с търговията със стоки около пристанището на Ню Йорк<sup>6</sup>.

На 17 май 1792 г. двадесет и четири търговци подписали документ, с който се задължили да търгуват ценни книжа само помежду си, да поддържат определен комисионен процент и да избягват другите аукциони. Тези търговци са основателите на борсата за ценни книжа в Ню Йорк и на практика те са първите членове на New York Stock Exchange (NYSE).

На 8 март 1817 г., т.е. 25 години по-късно, членовете на борсата подписват официална конституция, регламентираща правилата за търговия на борсата. Регламентът предвиждал всяка сутрин да се прави списък на ценните книжа, предвидени за търгуване през този ден, който бил прочитан пред членовете на борсата. Те решавали дали да купуват, или да продават по обявената цена и съответно да наддават, ако това е необходимо. За правото си да присъства на аукциона всеки член плащал по 400 долара аукционна такса, която го правела собственик на „място“ в борсата. От 1863 г. в продължение на повече от две столетия броят на местата на NYSE не е променян.

Брокерите, които не можели да си позволят да си купят място на борсата, бързо банкрутирали или се отказвали от търговията с акции. След 1850 г. били открити залежите от злато в Калифорния. Акциите в мините и дяловете в железопътните компании станали особено популярни. Много от емисиите на тези дружества били смятани от борсата за рискови и спекулативни и се продавали извън борсовия пазар. По-голямата част от търговците на тези книжа ги търгували директно на улицата, а хората ги наричали бордюрни брокери.

Първичният пазар на акции се е водил изцяло и основно от инвестиционни банкери. Ако дадена компания има нужда от увеличение на капитала, тя се обръща към някой инвестиционен банкер за консултации. Инвестиционният банкер приема да „подсигури емисията“, което означава, че той сам или с подкрепата на други инвестиционни банкери ще закупи всички акции от новата емисия с договорена отстъпка от цената и ще ги предложи за продажба на вторичния пазар, т.е. на борсата. По това време най-големите спекулации на борсата са извършвани с продажба на акции на късо, което означава продажба на акции, които търговецът в момента не притежава, но очаква че до момента на доставката може да ги придобие и то на цена по-ниска от договорената продажна. Спекулацията е подходяща за пазар с падащи курсове и за това продавачите на късо са известни още като първите „мечки“ на пазара. „... в края на 30-те години на 19. век Джейкъп Литъл бързо си създава репутацията на безскрупулен спекулант. ... и натрупва забележително количество пари с къси продажби по време на паниката през 1837 г. Литъл е архитипната мечка

---

<sup>6</sup> По това време Филадельфия започва да губи позиции като банков център, защото щатът Пенсилвания приема закон, с който обявява частните банки за незаконни, а банкерите се насочват към Ню Йорк.

на своето време. ...Повечето от състоянията на Литъл (а той печели и губи няколко) са направени чрез къси продажби – вечната „мечка“.<sup>7</sup>

В края на 19. век търговията се оживила и стотици брокери се опитвали да се надвигват на улицата, но крещенето станало безсмислено. Наложила се и се развила система от сигнали с ръце, а различните видове акции се търгували на определени места, обикновено под уличните стълбове за осветление.

Тъй като учредителите на борсата по условие избягвали търговията с рискови ценни книжа започнал да нараства бързо и обемът на предлаганите акции на извънборсовия пазар. Това наложило да се търсят нови форми на организация и за извънборсовата търговия. През 1911 г. се създава New York Curb Market Association, която обединява посредниците на извънборсовия пазар. По-късно, през 1928 г., асоциацията е преименувана в борса New York Curb Exchange, а през 1953 г. става American Stock Exchange.

В съвременните условия борсите за ценни книжа се възприемат като „барометър на икономиката“, независимо че в някои случаи курсът на акциите може да се промени и вследствие на спекулативни сделки, които нямат пряка връзка с финансовото състояние на дружествата. Характерно за развитието на фондовите борси е, че през началния период на зараждане те са много на брой, като почти във всеки голям град се създава и фондова борса, за да обслужва движението на ценни книжа в дадения регион. По това време отделните борси работят относително самостоятелно, тъй като средствата за комуникация не са достатъчно развити, за да позволят бърз обмен на информация между тях. Но с разрастването на търговията и индустрията съществуващата разлика в котировките на отделните борси се очертава като основен недостатък в оборота на ценни книжа, което налага тенденция към окрупняване на борсите. Стремещт към точно отчитане на пазарния курс на акциите все по-често насочва техните купувачи и продавачи към утвърдени вече борсови центрове с цел да избегнат нереалните разлики в борсовия курс. Това затвърждава водещите позиции на основните борсови центрове.

### **1.3. Възникване и развитие на девизните борси**

Наличието на транснационални корпорации, акумулирали капитали от различни страни и в различни валути, както и международният стокообмен, налагат продаването на една валута за друга. Още средновековната търговия е налагала обмяна на едни парични единици за други. Необходимостта от еквивалентна размяна на една валута за друга поражда необходимостта от съществуване на девизни борси, особено в условията на разрастваща се индустриализация.

Продажбата на валути между търговци от различни държави се извършвала според търсенето и предлагането на чуждестранни платежни средства. Първона-

---

<sup>7</sup> Гейт Ч. Р. Уолстрийт История, С., 2002, стр. 55.

чално посредниците са изчислявали служебен курс и са го обявявали за търговия през деня.

Обикновено девизните борси са били организирани като част или отделен сектор на фондовата борса, а курсовете за размяна са определяни по правила, аналогични с тези за определяне цените на ценните книжа.

## **1.4. История на борсовата търговия в България**

### **1.4.1. Стокови борси в България**

Началото на организираната борсова търговия със стоки в България се поставя с приемането на Закона за борсите от 1907 г. и Закона за стоковите борси, публикуван в „Държавен вестник“, брой 296 от 31 март 1928 г. Според чл. 1 на този закон „Стоковите борси са официални тържища, където се срещат търговци и борсови посредници, за да уговорят покупко-продажби на стоки, наемане и навлосване на кораби, превози по сухо и по вода, както и свързаните с тия сделки застраховки.“

Законът за стоковите борси от 1928 г. утвърждава публичноправна организация на стоковите борси, т.е. възприета е такава организация, която налага водещото начало на държавната власт в борсовата търговия. Изцяло под контрола на държавната власт се търси оптимумът между противоречивите интереси на купувачи и продавачи на дадена стока в условията на пазарна конкуренция. Работата на стоковите борси се регламентира със съответен правилник на борсата.

Бързо растящите цени на стоките и дестабилизираната българска икономика налагат след Първата световна война необходимостта от законодателно уреждане на борсовата търговия. В тези условия инфлацията на българския лев е голяма, а ръстът на цените и тяхната диференциация по региони оказват негативно въздействие върху общото развитие и перспективите за излизане от икономическата криза в България. За илюстрация на тази тенденция е достатъчно да се посочи, че износът на добитък и птици от България за 1909 г. е 1 063 500 бройки на стойност общо 111 433 683 лева, а вносът за същата година е 21 344 бройки за 160 429 624 лева. За 1920 г. цифрите по тези показатели са 53 бройки добитък и птици за износ на обща стойност 1 497 053 340 лева и внос на 1764 бройки за 1 939 456 591 лева. Износът е намалял с 76,5%, а вносът – с 89%. Но срещу това намаление на реалния стокооборот с външния свят с повече от 3/4 противостои увеличение на цените. „Цените в 1920 г., в сравнение със средните цени през 1901/1910, са се повишили средно с 25-26 пъти“, като отделни цени нарастват и над 1000 пъти.

Цитираните данни<sup>8</sup>, макар и необстойни, подсказват, че развитието на борсовото дело в България започва в условията на крайно дестабилизирана икономика,

---

<sup>8</sup> Юрий, Паричната проблема и сегашната извънредна скъпотия, С., Печатница Балкан, 1922, стр. 43 – 52.

голяма инфлация и нестабилност на стоковите цени, т.е. ситуация, напомняща по много белези сегашното кризисно състояние на преход към пазарна икономика.

Потребността от организирани борсови пазари се налага в началото на 20. век, за да се гарантира реалността на стоковите цени и отчитането на съотношението между търсене и предлагане. Затова в Закона за стоковите борси от 1928 г. е предвидено борси „да се откриват по ходатайството на Търговско-индустриалната камара с указ по доклад на Министъра на търговията, промишлеността и труда. Те се намират под ведомството на Министерството на търговията, промишлеността и труда, което упражнява върховния надзор върху тях.“<sup>9</sup> С решението за създаване на стокова борса се определят мястото, видът и специалните качества на артикулите, с които се търгува на борсата. Самата борса, съгласно установената международна практика, представлява акционерно дружество, като членството в борсовата корпорация се урежда или с правилника на борсата, или със самия Закон за борсите. Според тогавашното законодателство борсата се представя от борсова корпорация, а неин член може да бъде „всеки търговец, търговско дружество, или кооперативно сдружение, които имат регистрирани фирми и се занимават с покупко-продажби на стоки, предмет на борсовите сделки.“<sup>10</sup> Членовете на борсата се избират от управителния съвет и неотменно трябва да спазват задълженията, произтичащи от Закона за стоковите борси, правилника на борсата, решенията на общото събрание и на управителния съвет. Всеки член на борсата има право да посещава заседанията на борсата лично или чрез свой представител и да сключва сделки. Според чл. 7 на Закона за стоковите борси (ЗСБ) „не могат да бъдат членове на борсовата корпорация: а) непълнолетните, ако и да им е разрешено да вършат търговия; б) служебно запретените; в) лишените от право, до определения в присъдата на съда срок; г) спрелите платките си, или несъстоятелните, които не са възстановени в правата си; д) осъдените за измамливо или непредпазливо банкрутство; е) осъдените за лъжесвидетелстване, лъжливо заклеване, кражба, присвояване, обсебване, измама, злоупотреба на доверие, изнудване и подлост; ж) чужди поданици могат да бъдат членове само с право на избиратели“.

От задължителните предписания на този член става ясно, че в борсовата корпорация по принцип е невъзможно да попаднат хора или фирми с нередовно финансово състояние и съмнително или лъжливо поведение спрямо останалите участници в сделките. Законът гарантира спазването и проявлението на търговската чест в борсовите сделки и затова в чл. 10 е казано, че действията и опущенията на членовете на борсовата корпорация, които са несъвместими със задълженията или търговската чест, или морал, подлежат на дисциплинарни наказания, налагани от управителния съвет, независимо от углавната отговорност, ако такава съществува.

---

<sup>9</sup> Закон за стоковите борси от 1928 г., чл. 3.

<sup>10</sup> Закон за стоковите борси от 1928 г., чл. 5.

Дисциплинарните наказания са били: а) бележка; б) мъмрене; в) глоба от 500 до 10 000 лева в полза на борсовата каса; г) отстраняване от борсата за едно или повече заседания, но не и повече от един месец; д) изключване от борсовата корпорация. Глобата над 1000 лева е подлежала на утвърждаване от Министъра на търговията, промишлеността и труда.

**Органите за управление** на стоковите борси са: общо събрание, управителен съвет, проверителен съвет, секретар, синдик на борсата, помирителен борсов съд. Взаимодействието между отделните органи за управление се определя по законодателен път или с решение на съответния орган.

**Общото събрание** на борсата включва всички членове на борсовата корпорация. Заседанията на общото събрание са редовни и извънредни. Редовните общи събрания се провеждат всяка година през месец септември (чл. 12 от ЗСБ) и на тях се обсъждат:

- „а) *отчета на управителния съвет и доклад на проверителния съвет за изтеклата година и освобождаване на управителния съвет от отговорност;*
- б) *гласуване на бюджета на борсата;*
- в) *избиране и попълване състава на управителния и проверителния съвети;*
- г) *избиране на 20 кандидати за председатели и членове на борсовия помирителен съд*<sup>11</sup>.

Свикването на редовно общо събрание става по решение на управителния съвет с покана до всеки член на борсовата корпорация, в която се съобщава дневният ред. Редовното общо събрание се занимава само с въпросите от предварително раздадения дневен ред.

Извънредно общо събрание може да се свика по решение на управителния съвет или по искане най-малко на 1/5 от членовете на борсовата корпорация. Дневният ред на събранието се определя от управителния съвет. Допълнения или нови въпроси в дневния ред се включват по искане най-малко на 1/5 от членовете на борсовата корпорация, като предложения за това се правят само писмено, и то до 10 дни преди деня за провеждане на събранието.

Редовните и извънредни заседания на общото събрание се ръководят от бюрото на борсата.

**Управителният съвет** на стоковите борси, съгласно чл. 20 от ЗСБ, се състои от:

- „а) шест делегати, избрани с тайно гласоподаване от членовете на борсовата корпорация, които имат постоянно местожителство в седалището на борсата;
- б) двама делегати от Търговско-индустриалната камара, в района на която се намира борсата, единият от които е главният секретар или неговият заместник, а другият е член на същата от седалищния ѝ град – преимуществено от бранш, чиито артикули са предмет на борсови сделки, избран от общото събрание на камарата;
- в) един делегат от борсовите посредници, избран от тях с тайно гласоподаване.“

---

<sup>11</sup> Закон за стоковите борси от 1928 г., чл. 13.



Членовете на управителния съвет на борсата се избират за срок от две години и могат да бъдат преизбрани.

Решенията на управителния съвет се вземат с обикновено мнозинство и се приподписват от всички присъствали членове на съвета в протоколната книга.

Управителният съвет на борсата организира спазването на Закона за стоковите борси и изпълнява решенията на общото събрание. Изработва бюджета на борсата, проекти за борсови правилници и други документи, засягащи вътрешния ред, както и дежурството в борсовата зала от членовете на борсовата корпорация. Управителният съвет разработва всички борсови такси и ги предлага за одобрение на Министерството на търговията, промишлеността и труда. Определя кои стоки могат да бъдат предмет на борсовите сделки и начините за тяхното приключване.

По отношение на дейността на управителния съвет на борсата е интересен чл. 25 от ЗСБ, в който е казано: „В случай, че управителният съвет нарушава законите или правилниците на борсата, Министърът на търговията, промишлеността и труда има право да иска разтурянето му от окръжния съд, в района на който се намира борсата. Съдът се произнася в двумесечен срок в разпоредително заседание и решението на съда е окончателно и не подлежи на обжалване. В случай на разтурване на управителния съвет, Министърът на търговията, промишлеността и труда възлага управлението на борсата на една комисия, състояща се от един делегат на Търговската камара, един делегат на Българска народна банка и от един борсов посредник, който изпълнява и длъжността синдик на борсата.

Избор на нов управителен съвет се провежда най-късно в едномесечен срок, считан от датата на решението на съда за разпускането на управителния съвет.“

За изпълнение на решенията на управителния съвет на борсата и за оперативно ръководене на заседанията и борсовите дела се избира бюро, в което влизат председателят на управителния съвет и двама подпредседатели.

**Проверителният съвет** на борсата организира и осъществява пряк контрол върху правилното и законно упражняване на бюджета на борсовата корпорация. Проверителният съвет има правото и задължението да проверява по всяко време борсовата каса, приходно-разходните книги и ценности на борсата, т.е. всички бюджетни операции. Бюджетът на стоковите борси се разработва за времето от 1 октомври до 30 септември следващата година и затова годишните отчети на борсата пред общото събрание се правят през месец септември, съгласно чл. 12 от ЗСБ.

Приходната част в **бюджета на стоквата борса** се регламентира от чл. 35 на Закона за стоковите борси, в който е казано, че „Стоковите борси се издържат от:

- а) членски вноски;
- б) такса за стол и място в борсовото помещение;
- в) такса за услуга и съдействие при изпълнение на сключените борсови сделки;
- г) такса за завеждане на дела пред борсовия помирителен съд;
- д) такса за пристигнали в седалището на борсата вагони със стоки, предмет на борсови сделки, максимум до 50 лева;