

АТРАКТИВНОСТ НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ ФОНДОВЕ В БЪЛГАРИЯ

Доц. д-р Йордан Василев Йорданов
Икономически университет Варна

Увод

Инвестиционните фондове възникват и се развиват, за да запълнят една значима ниша в сектора на финансовото посредничество. От една страна, са дребни и средни по мащаб инвеститори, които желаят да се възползват от предимствата на директното инвестиране на капиталовите пазари. Тяхното индивидуално участие на финансовите пазари би срещнало значими затруднения в следните аспекти:

- Съвкупността от дребни инвеститори ще трябва да посвети значителен дял от свободното си време за анализиране на безредието и хаоса на финансовите пазари, за да набави и отсее адекватната от подвеждащата информация. Но това не следва да е еднократен акт. Следенето на новопостъпващата информация и периодичните корекции на портфейла са задължителни.

- Редица от финансовите активи са с номинал над разполагаемите за инвестиране средства на индивидуалния инвеститор, което би се превърнало в непреодолима пречка. Пример за подобни активи са глобалните суверенни облигации, чийто номинал е от порядъка на 200–250 хил. евро. Но дори средствата да са достатъчни за инвестиране в актив с висок номинал (цена), то постигането на диверсифициран портфейл е невъзможно.

От друга страна, емитентите предпочитат пласирането на по-големи пакети от ценни книжа, като по този начин минимализират разходите и повишават вероятността за успех на емисията.

Инвестиционните фондове следва да запълнят празнините на индивидуалното инвестиране като в допълнение:

- имат по-ниски трансакционни разходи поради икономии на мащаб, както и по-диверсифициран портфейл, който налага по-малки корекции при ребалансиране;

- имат значително по-високи дялове в емисиите и така могат да въздействат по-ефективно върху управлението на емитента, отколкото разпръснатите миноритарни дялове. Емитентът пък не е безразличен дали един значим инвеститор ще го напусне, или ще увеличи дела си.

Така колективното инвестиране в инвестиционни фондове следва да носи ползи на инвеститорите, подобно на ползите, които носи „делегираният мониторинг“ (Diamond, 1984) на вложителите в банки. Дали тези

теоретични предположения са факт в практиката на българските инвестиционни фондове, е предмет на настоящото изложение.

Обект на изследване са инвестициите в дялове на инвестиционните фондове в България, а предмет – потенциалът и атрактивността им. Основните цели са свързани с оценка на атрактивността на инвестициите в инвестиционни фондове, както и проблемните области пред мобилизирането на финансовия ресурс на домакинствата, фирмите и небанковите финансови посредници. За реализирането на целите са поставени следните задачи:

- анализ на динамиката на привлечените активи под управление на инвестиционните фондове (AUM, assets under management) за период от 2010 до 2018 г.;

- анализ на динамиката на AUM според типа на фондовете и управляващите дружества за период от 2010 до 2018 г.;

- динамика на възвръщаемостта на всички инвестиционни фондове за периода 2015–2019 г., както и по стратегии на фондовете;

- очертаване на агрегирания портфейл на всички инвестиционни фондове по години за периода 2011–2018 г.;

- критически анализ на някои практики.

Изследването включва цялата извадка от инвестиционни фондове в България за съответните периоди. Методите за анализ включват анализ на динамични и вариационни редове, методите на дедукция и сравнения. Актуалността на темата произтича от значителните финансови средства, най-вече на домакинствата, затворени в банкови депозити, чиято доходност е отрицателна през последните 6–7 години.

1. Развитие на сектора на инвестиционните фондове

Първият инвестиционен фонд възниква под формата на затворен фонд в Холандия преди почти 250 години. През 1774 г., по време на икономическа криза в Европа и опит на холандците да настигнат Англия, Адриаан ван Кетуич създава Eendragt Maakt Magt¹, привличайки инвеститори със среден доход. Приходите от фонда се инвестират в акции и облигации в Южна и Централна Америка, Русия, Швеция, Испания, Германия, Дания и Австрия (Wilson, 2019: 3).

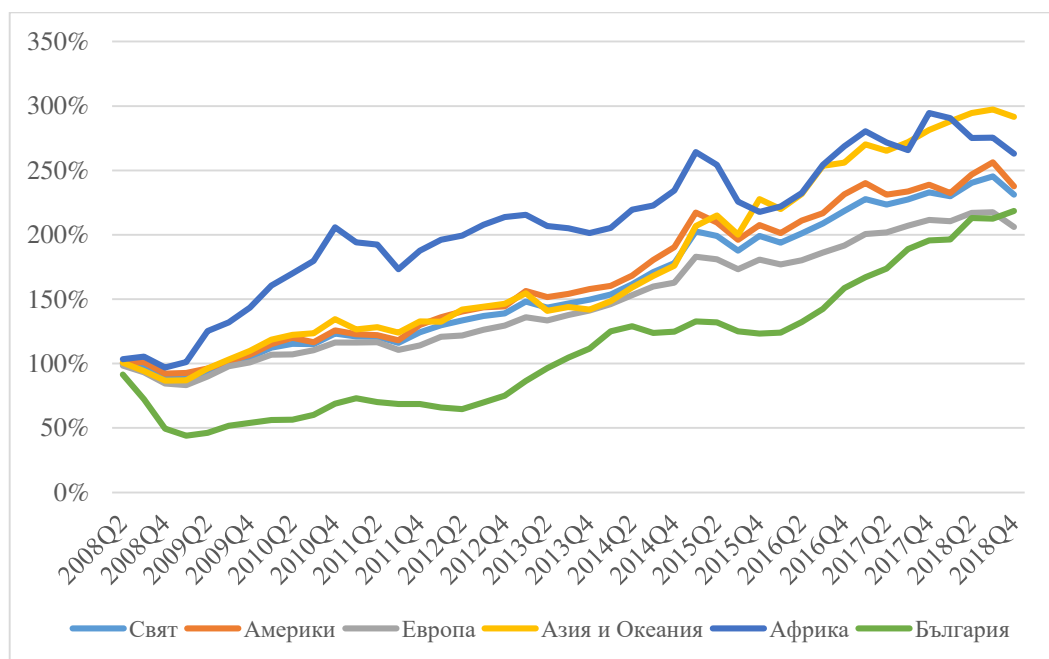
Историята на британските инвестиционни тръстове започва през 1868 г., когато Филип Роуз, лондонски адвокат, и неговите клиенти и колеги създават Foreign & Colonial Government Trust като средство за инвестиране на богатството, придобито по време на бум на железопътния транспорт. В САЩ модерната история на инвестиционните фондове започва, когато на 21

¹ Eendragt Maakt Magt се превежда „Съединението прави силата“, което съвпада с девиза на българското Народно събрание.

март 1924 г. е създаден първият отворен фонд Massachusetts Investor Trust (MIT) (Fink 2011: 11). Но истинският бум на колективните инвестиции в САЩ настъпва през 50-те и 60-те години на XIX век, изстрелвайки САЩ на водеща позиция в света.

Фигура 1 представя ръста на управляваните активи от отворените фондове (AUM) за различни географски региони от 2008 до 2018 г. Очевидно е, че българските инвестиционни фондове губят AUM с по-висок темп от световните и избрани географски региони по време на финансова криза 2008–2009 г. От друга страна, когато светът и другите пазари се консолидират в подем на AUM, българските AUM или са в застой (2009Q1-2012Q3 и 2014Q1-2016Q1), или показват по-рязък растеж (2012Q3-2014Q1, 2016Q1-2018Q4). В крайна сметка, към края на 2018 г., българските инвестиционни фондове възстановяват позицията си спрямо средното ниво за ЕС от 2008 г.

Тенденциите в света и в Америка почти съвпадат, докато тези в Азия и Тихия океан и ЕС се различават след 2015 г. – първата нагоре, втората – надолу. Неизбежно последното води до промени в структурата на AUM сред икономическите региони.

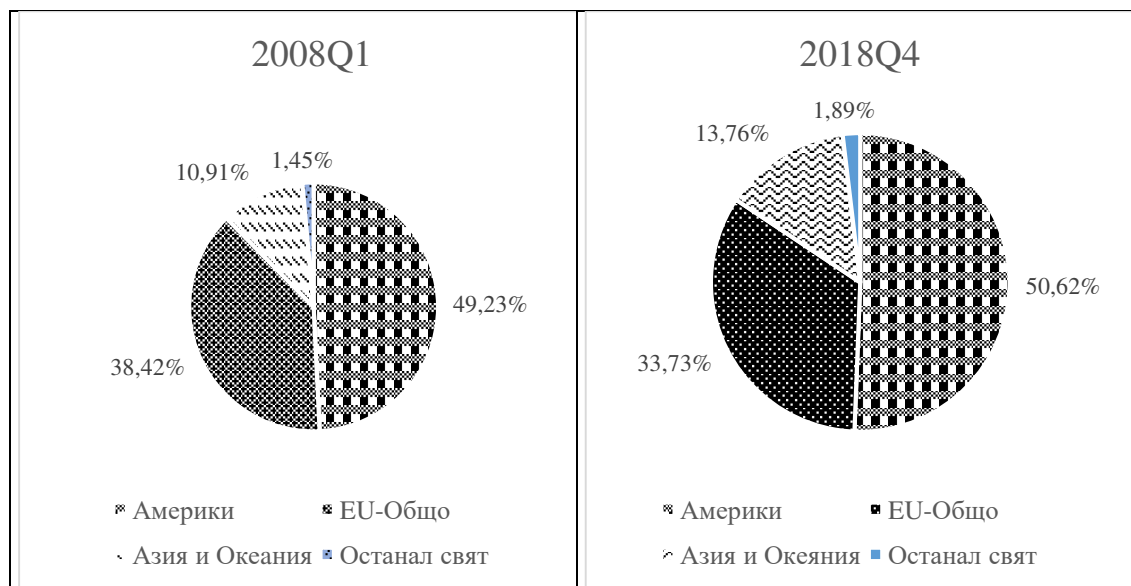


Фигура 1. Ръст на AUM на отворените фондове (2008–2018 г.)

Източник: The International Investment Fund Association, Industry Statistics, Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows - Fourth Quarter 2018 (<https://www.iifa.ca>); Авторски изчисления.

Фигура 2 проследява промените в дела на AUM на Америка, ЕС, Азия и Тихия океан и останалия свят от Q1 2008 г. до Q4 от 2018 г. Три от регионите увеличават дела си, основно за сметка на един губещ – ЕС. Азия и Тихия океан са водещи, тъй като добавят почти 3 процента дял от AUM в света. Америка добавя 1.4%, а останалата част на света – оскъдните 0,45%.

Всичко това за сметка на един регион – ЕС. ЕС очевидно губи, тъй като делът на АУМ се понижава от 38.42% на 33.73%. Причината не е, защото АУМ на ЕС не нарастват. Те нарастват, но със скорост, много по-ниска от останалите региони.



Фигура 2. Дялове на отворените инвестиционни фондове по глобални региони (2008 г. и 2018 г.)

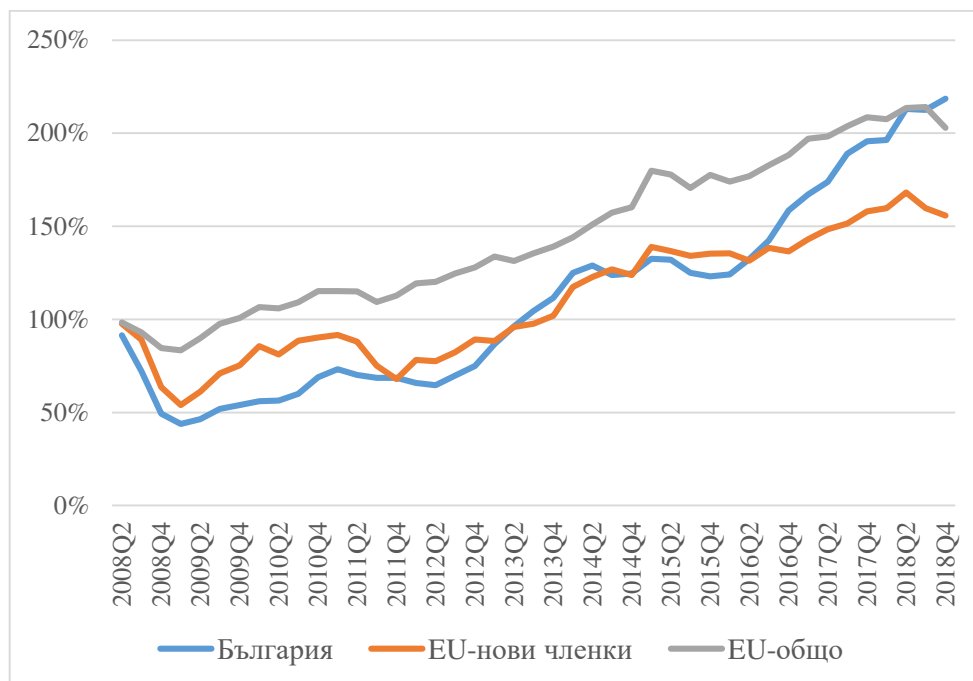
Източник: The International Investment Fund Association, Industry Statistics, Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows - Fourth Quarter 2018, (<https://www.iifa.ca>); Авторски изчисления.

Растежът на АУМ в Америките се подхранва от 237 процента ръст на щатските отворени фондове, чийто дял е 89% от регионалния АУМ в края на 2018 г. През 2008 г. лидерите в Азия и Тихия океан са Япония и Австралия – със 72 процента от Азиатско-Тихоокеанския АУМ. По това време делът на Китай е 12 процента. В рамките на 11 години обаче, в края на 2018 г., делът на Китай от регионалните АУМ нараства до феноменалните 28%, докато делът на регионалните лидери спада до 58%. Ясно е, че успехът на колективното инвестиране е свързан с икономическия растеж и развитието на фондовия пазар, забележими за Китай, *inter alia*².

Какъв е растежът на АУМ на българските инвестиционни фондове в сравнение със средния за ЕС (25 държави, без балтийски държави) и новите членове на ЕС (България, Чехия, Унгария, Полша, Румъния, Словакия и

² Факторите, влияещи върху растежа на АУМ на инвестиционния фонд, са обсъдени в International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2015). Някои от тях са: институционално търсене; търсене на дребно; неинформираност: липса на доверие; въздействие на конкурентните спестовни методи върху търсенето на взаимни фондове; достатъчен набор от адекватно ликвидни, диверсифицирани инвестиции, които лесно се оценяват и прехвърлят; способност за диверсификация на инвестициите; доминация на банковата собственост на операторите на фондове.

Словения)? Поглед върху Фигура 3 разкрива определени закономерности. През целия период след световната финансова криза от 2008 г. се запазва по-слаб растеж при новите членове на ЕС. Българските инвестиционни фондове следват представянето на новите членове на ЕС до 2016 г. След 2016 г. обаче растежът на АУМ на българските инвестиционните фондове се ускорява, за да настигне средния за ЕС през 2018 г.



Фигура 3. Ръст на АУМ на отворените фондове в Европа и България

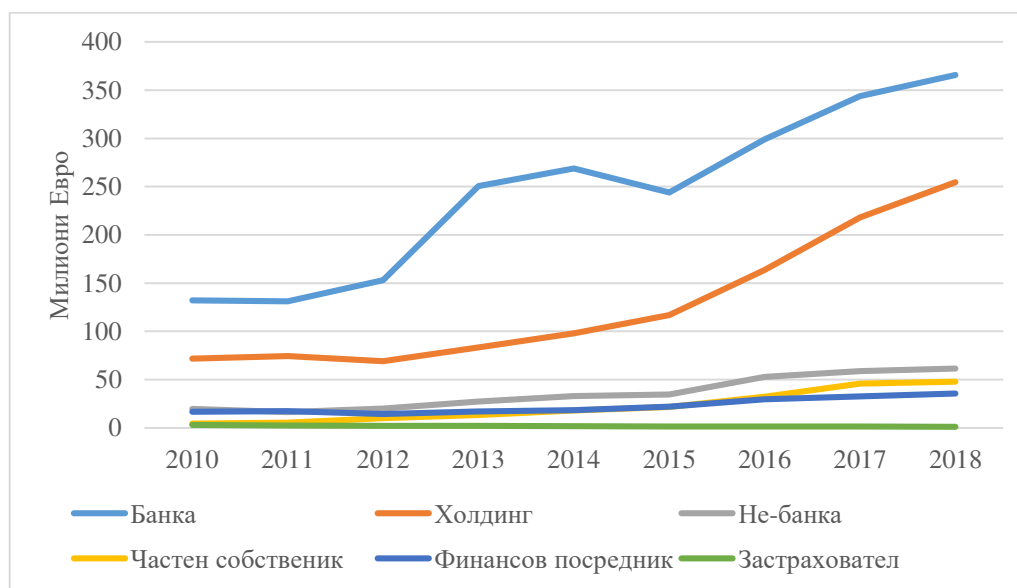
Източник: The International Investment Fund Association, Industry Statistics, Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows - Fourth Quarter 2018, (<https://www.iifa.ca>); Авторски изчисления.

Индустрията на взаимните фондове в България започва с масова приватизация през 1995 г., когато на всеки възрастен се предоставят ваучери, които той/тя може да инвестира или в стопански обекти, или в приватизационни фондове. По-късно, през 1997 г., след изменение на Търговския закон, тези приватизационни фондове получават възможност да се трансформират в холдинги или в инвестиционни фондове. Всички избират опцията „холдинг“ без един – „Златен лев“, който залага на инвестиционен фонд от затворен тип. Така възниква първият български инвестиционен фонд. С течение на времето броят на инвестиционните фондове нараства предимно в отворени фондове. През 2005 г. се създават първите договорни инвестиционни фондове – „ТВИ Динамик“, „ДСК Стандарт“ и „Сентинел принципал“ – благодарение на изменения на Закона за публичното предлагане на ценни книжа³. През 2006 г. опериращи са 9 отворени инвестиционни фонда,

³ От 2011 г. регулирането на инвестиционните фондове в България е в съответствие със Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на другите

34 договорни фонда и 2 затворени фонда, управляващи AUM на стойност 161 милиона евро.

Фигура 4 представя AUM на местните инвестиционни фондове по тип собственик на управляващо дружество. Когато повече от 50% от капитала на управляващо дружество идва от банка, холдинг, застрахователно дружество или финансов посредник (брокер, финансова компания), типът собственик се определя като *банка, холдинг, застраховател и финансов посредник*. Управляващите дружества, собственост на физически лица без мажоритарен дял, се определят като *небанкови*. И накрая, тези с едноличен дял над 50% са определени като *частен собственик*.



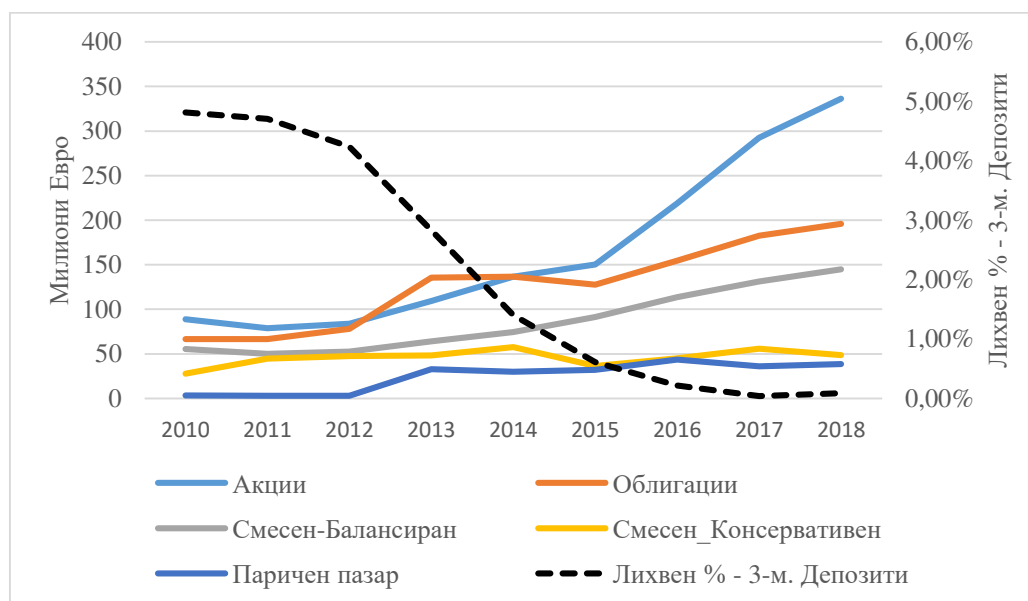
Фигура 4. AUM според собствеността на управляващото дружество в България

Източник: Комисия за финансов надзор (КФН). Статистика на капиталовия пазар и публичен регистър на управляващите дружества (www.fsc.bg); Авторски изчисления.

Очевидна е доминацията на банките, тъй като почти половината от всички AUM (766 млн. евро през 2018 г.) се управляват от банкови институции. На второ място са холдинговите компании. Заслужава да се отбележи, че докато AUM на останалите управляващи компании растат с бавен темп, то тези на банките и холдингите регистрират стръмно повишаване след 2015 г. Доминирането на AUM на българските дружества за управление на активи, собственост на банки, е в съответствие с тенденциите на нововъзникващите пазари (International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank, 2015: 13).

предприятия за колективни инвестиции, транспониращ Директивата на ЕС за UCITS IV. Съответно терминът „колективна инвестиционна схема“ (КИС) е измислен, за да служи като чадър, обхващащ всички видове инвестиционни фондове, включително АДСИЦ и т.н. Текстът в това изследване се придържа предимно към традиционния термин „инвестиционен фонд“.

Фигура 5 сравнява AUM на българските инвестиционни фондове според техния рисков профил. Групирането следва стандартите на БАУД (Българската асоциация на мениджърите на фондове), при които фондовете в акции трябва да инвестират най-малко 50 процента от активите си в акции. Фондовете за облигации трябва да насочат инвестициите си единствено в облигации. Смесените балансиран фондове инвестират в различни пазари, но трябва да инвестират между 20 и 50 процента от активите си в акции през последните шест месеца. Смесените консервативни фондове са ограничени до 20 процента акции – през цялото време! Фондовете на паричния пазар (ММ) инвестират изцяло в ценни книжа на паричния пазар с нисък риск⁴.



Фигура 5. AUM на българските инвестиционни фондове според инвестиционния стил и банков лихвен процент (2010–2018 г.)

Източник: Комисия за финансов надзор (КФН). Статистика на капиталовия пазар и публичен регистър на управляващите дружества (www.fsc.bg); Българска народна банка. Лихвена статистика; авторски изчисления.

Налице е тренд на нарастване на AUM от 2015 г., 6 години след края на финансовата криза от 2007–2009 г. Основният принос за това се дължи на фондовете, инвестиращи в акции, последвани от облигационните и смесените балансиран фондове. Това не е изненадващо, отчитайки спадащите (практически до нула) лихви по банкови депозити и позитивните очаквания за фондовия пазар. Намалването на лихвените проценти по депозитите повишава апетитът към поемане на риск. Но дали местните фондове правят

⁴ Българска асоциация на управляващите дружества (БАУД) (Методология за класификация на колективните инвестиционни схеми) (https://baud.bg/download/public_docs/Classification_2012_wiithadditions_1.pdf, 04.02.2021).

всичко възможно, за да привлекат и мобилизират нарастващите спестявания и ги насочат към по-печеливши алтернативи? Очевидно не.

Първият аргумент в подкрепа на това твърдение е ниският размер на инвестициите, вложени в местните инвестиционни фондове. През 2017 г. само 2 процента от активите на българина са разпределени за инвестиционни фондове, което е най-ниското в цяла Европа (The European Fund and Asset Management Association, 2019: 6). Вторият аргумент се основава на развитието на трансграничните инвестиционни фондове в България. През 2008 г. АУМ на българските инвестиционни фондове са 131 милиона евро, докато АУМ на трансграничните фондове са само 87 милиона евро. През 2018 г. АУМ на трансграничните фондове са 1230 милиона евро, докато АУМ на местните фондове – 742 милиона евро⁵.

Потенциалът за растеж на вътрешните фондове е голям, отчитайки значителния размер на спестяванията на домакинствата. През 2018 г. спестяванията на домакинствата са в размер на 26 777 милиона евро, а инвестициите на домакинствата във вътрешни фондове – само 334 милиона евро. Инвестициите на домакинствата в местни (български) фондове са оскъдните 1.25 процента от спестяванията им, цифра, която поставя България на последно място в ЕС. Една от възможните причини за ниските вложения на индивидуалните инвеститори са подозренията за конфликт на интереси спрямо инвестиционните фондове. Много от спонсорите на ПКИПЦК (Предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа) произхождат от финансови „конгломерати“, състоящи се от финансово подразделение (банка/застрахователно дружество и/или холдингова компания и/или пенсионен фонд или финансова компания), публична фирма, която издава акции и дългове (търговско дружество) и семейство на инвестиционни фондове. Хипотетично не е невъзможно, пенсионният фонд да закупи публична емисия облигации или акции, издадени от търговско дружество от същия конгломерат, при условие че се спазват законовите ограничения. По-сложен ход би бил, ако пенсионният фонд инвестира в инвестиционен фонд от същия финансов конгломерат, който от своя страна купува собствен капитал и/или дълг на емитент от групата на конгломерата. В действителност инвестиционният фонд може да използва натрупаните пари от публиката за същата цел, при условие че следва (в повечето случаи хлабави) политики на фонда. Вестник „Капитал“ (Стоянов, 2018) предлага някои доказателства: „Продължава да се прилага и другата традиционна схема за заобикаляне на ограниченията – пенсионните фондове инвестират във взаимни фондове, които на свой ред инвестират в компании от групата. В орбитата около „Химимпорт“ има 6–7 пряко или косвено контролирани управляващи дружества, а при „Бъдеще“ те са 2–3. Ако тук има сравнително

⁵ Българска народна банка (БНБ). Статистика на инвестиционните фондове (www.bnb.bg).

нов елемент, той е, че вече активно за това заобикаляне на ограниченията се ползват и услугите на несвързани и формално независими управляващи дружества. Така например пенсионните фондове на „Съгласие“ и „Сила“ са практически единствените инвеститори във взаимния фонд „Елана България“, който е с 32 млн. лв. нетна стойност на активи. А неговите инвестиции са практически изцяло в познати компании от портфейлите на двете пенсионни компании. По подобен начин и „Съгласие“, и „Сила“ са сред най-големите инвеститори във фондовете на „Капман“ и „Компас“.

2. Профил на възвръщаемостта

Традиционно типичното българско домакинство депозира излишъка от доходите си или ги влага в недвижими имоти, вместо да инвестира на финансовите пазари. Динамиката на банковите лихвените проценти през последните години прави депозитите инструмент с нулева или близка до нулева възвръщаемост. Парадокс е, че въпреки това депозитите на домакинствата продължават да нарастват и е закономерен въпросът, местните инвестиционни фондове атрактивна алтернатива ли са на депозитите в банките?

Предишни изследвания на портфейлните резултати на българските инвестиционни фондове са оскъдни. Ганчев (2010) прилага научните подходи за оценка на портфейлното изпълнение на инвестиционните фондове от 16.02.2007 г. до 21.05.2010 г. Изследването не измерва абсолютната доходност на отделните инвестиционни фондове, нито осреднената доходност на извадка от инвестиционните фондове. Извършена е оценка на портфейлното изпълнение, при което отделните фондове се сравняват по избрани показатели спрямо бенчмарка. Независимо от това, индиректно, чрез анализиранияте показатели, може да се съди за абсолютното изпълнение на инвестиционните фондове за периода. Например 13 фонда отчитат отрицателни съотношения на Треупог за извадка от 71 инвестиционни фонда. Това означава, че 13 фонда обявяват възвръщаемост, по-ниска от безрисковата. Когато възвръщаемостта на инвестиционните фондове се сравнява с бенчмарка на фондовия пазар (индекс SOFIX), всички те показват отрицателни информационни съотношения. Според Блат (2004):

„Важно е да се отбележи, че информационното съотношение може да бъде и често е отрицателна стойност. Тъй като числителят на съотношението е свръх- (допълнителна) възвръщаемост, то тя е отрицателна, когато акциите (фондовете – б.а.) имат по-ниска възвръщаемост от бенчмарка“.

По този начин нито един от фондовете не предоставя по-добра доходност от пазарния индекс SOFIX за изследвания период. Друго проучване (Бояджиев, 2012) докладва представянето на 44 високорискови български инвестиционни фонда за 2011 г. Само 7 фонда показват възвръщаемост, по-висока от безрисковата ставка.

Целта на настоящия параграф е да оцени средната възвръщаемост, генерирана от българските инвестиционни фондове от 31 декември 2014 г. до 31 декември 2019 г., т.е. общо 5 години. Периодът е разделен на 2 под-периода – първият, състоящ се от 2 години (2015 г. и 2016 г.), и вторият, състоящ се от 3 години (2017 г., 2018 г. и 2019 г.). Нетна стойност на активите (NAV) на акция за всеки съществуващ към 31.12.2019 г. фонд е извлечена от базата данни на Българската асоциация на управляващите дружества (БАУД) в края на 2014, 2016 и 2019 г. На тази база се изчислява средната аритметична годишна възвръщаемост за всеки инвестиционен фонд за периода 2015–2016 г. (две години) и 2017–2019 г. (три години). Прилага се просто осредняване, като се приема инвестиционен хоризонт от две, съответно три години, и следователно годишната възвръщаемост е ефективната годишна доходност.

Извадката се състои от 84 инвестиционни фонда, работещи между 2014 г. и 2019 г., от 118 активни инвестиционни фонда към 31.12.2019 г. Извадката представлява висока представителност, тъй като нейните активи под управление (AUM) са 87.72% в края на 2014 г. и 65.85% в края на 2016 г. от AUM на популацията към края на 2019 г. По този начин размерът на извадката е максимално възможен при зададените критерии поради естествения оборот на инвестиционните фондове, влизащи и напускащи бизнеса. От 2015 до 2018 г. 13 фонда са прекратени, а 38 са новосформирани. И двете групи не могат да бъдат включени в извадката. Следователно извадката от инвестиционни фондове, които отговарят на изискването да бъдат живи и да оперират за периода от края на 2014 г. до края на 2019 г., са 84.

Извлечената NAV за акция (дял) на всеки инвестиционен фонд (i) към 31 декември 2014 г., 2016 г. и 2019 г. се използва за изчисляване на анюализирана средна възвръщаемост за периодите 2015–2016 г. и 2017–2019 г. съгласно следните формули:

1. За периода 2015–2016 г.:

$$R_{i,15-16} = \sqrt[2]{\left(1 + \left(\frac{NAV_{i,16} - NAV_{i,14}}{NAV_{i,14}}\right)\right)} - 1.$$

2. За периода 2017–2019 г.:

$$R_{i,17-19} = \sqrt[3]{\left(1 + \left(\frac{NAV_{i,19} - NAV_{i,16}}{NAV_{i,16}}\right)\right)} - 1.$$

3. За периода 2015–2019 г.:

$$R_{i,15-19} = \left\{ \left(1 + R_{i,15-16}\right)^2 \times \left(1 + R_{i,17-19}\right)^3 \right\}^{0.2} - 1,$$

където:

$R_{i, \text{период}}$ – ануализирана възвръщаемост на инвестиционен фонд i за съответния период;

$NAV_{i, \text{период}}$ – нетна стойност на активите за акция (дял) на инвестиционен фонд i в края на съответната година.

Прилага се следната последователност: Първо е изчислена годишна доходност за всеки инвестиционен фонд за 2015–2016 г., 2017–2019 г. и 2015–2019 г. След това възвръщаемостта на всички фондове в извадката се осреднява, като всеки фонд има равно тегло. Това е равнопретеглената възвръщаемост (РПВ) на „портфейл“, съставен от всички фондове (86) от извадката. Получената възвръщаемост отразява печалбата на инвеститор, който инвестира равен процент от богатството си във всички инвестиционни фондове. В допълнение, средната възвръщаемост на инвестиционните фондове се претегля по техните АУМ (активи под управление) в края на 2014 г. за подпериода 2015–2016 г. и в края на 2016 г. за подпериода 2017–2019 г. Това е пазарнопретеглената възвръщаемост (ППВ). Резултатите са представени в Таблица 1:

Таблица 1

Равнопретеглена (РПВ) и пазарнопретеглена (ППВ) възвръщаемост на българските инвестиционни фондове

| | Период | | |
|----------------------------|---------|---------|---------|
| | 2015-16 | 2017-19 | 2015-19 |
| РПВ | 2.23% | 0.96% | 1.50% |
| ППВ | 3.09% | 1.10% | 1.89% |
| Sofix | 6.35% | -1.12% | 1.78% |
| Лихвен процент по депозити | 3.19% | 0.88% | 1.65% |

Източник: Българска асоциация на управляващите дружества (БАУД). Котировки (<https://baud.bg/quotes/>); Авторски изчисления.

Очевидно е, че за първия подпериод както равнопретеглената (РПВ), така и пазарнопретеглената (ППВ) възвръщаемост на инвестиционните фондове са по-ниски от индекса Sofix на БФБ, както и от лихвения процент по срочните депозити на домакинствата. За втория подпериод инвестиционните фондове осигуряват по-добра възвръщаемост от Sofix и срочните депозити на домакинствата. Като цяло РПВ е незначително по-ниска, докато ППВ е незначително по-висока от Sofix и срочния депозит на домакинствата за целия период 2015–2019 г. По този начин данните за цялата индустрия предоставят малко или никакви доказателства за превъзходно средно представяне на инвестиционните фондове.

Таблица 2

Средна възвръщаемост на съвместните фондове в САЩ за 2019 г. и избрани исторически периоди

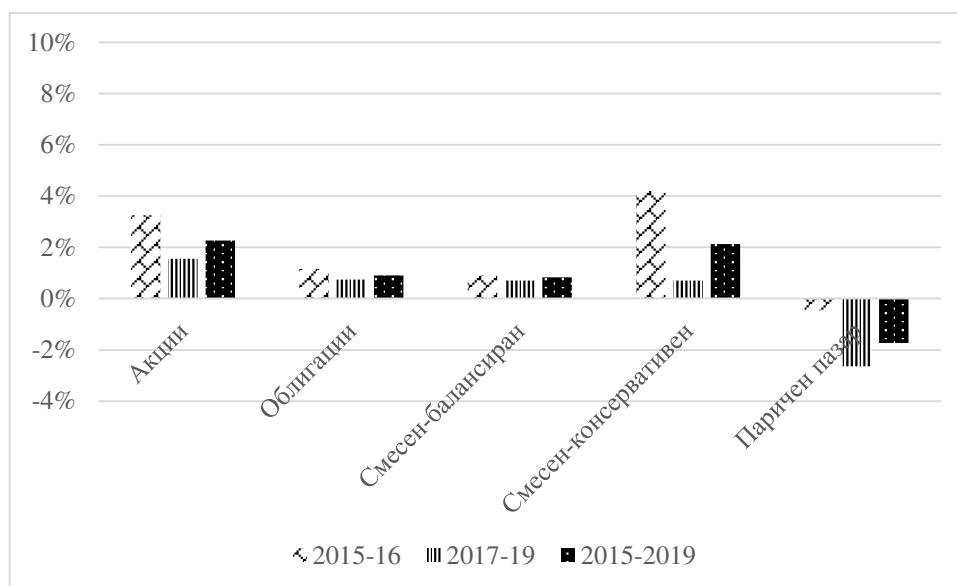
| Вид фонд | YTD 2019 | 3 години | 5 години | 10 години | 15 години |
|-----------------------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| Акции на големи фирми | 19.23% | 12.40% | 10.28% | 11.47% | 8.22% |
| Акции на средни фирми | 17.08% | 9.02% | 7.58% | 10.58% | 8.09% |
| Акции на малки фирми | 13.93% | 7.92% | 7.36% | 10.38% | 7.93% |
| Акции на големи межд. фирми | 13.84% | 6.87% | 4.64% | 4.39% | 5.11% |
| Дългосрочни облигации | 17.98% | 5.91% | 5.58% | 7.23% | 6.38% |
| Средносрочни облигации | 7.71% | 2.73% | 2.65% | 3.56% | 3.82% |
| Краткосрочни облигации | 4.19% | 2.17% | 1.80% | 2.21% | 2.60% |
| Средна възвръщаемост | 13.42% | 6.71% | 5.70% | 7.12% | 6.02% |

Източник: Thune, K. What Is the Average Mutual Fund Return? The Balance (<https://www.thebalance.com>).

За незадоволителното изпълнение на българските инвестиционни фондове е възможно да се търсят причини както в ниската доходност на капиталовия пазар, така и в проточилия се период на спадащи лихвени проценти след финансовата криза от 2008–2009 г. Но дали подобни тенденции се наблюдават при други пазари? Източниците на информация за средната възвръщаемост на индустрията на инвестиционните фондове по света са оскъдни. Един от малкото (вж. табл. 2) предоставя информация за възвръщаемостта на различните видове фондове от индустрията на взаимните фондове в САЩ за аналогични периоди. Средният резултат надхвърля значително, 4–5 пъти, средния за българските инвестиционни фондове за 3 и 5 години. За да се проследи източникът на незадоволителното изпълнение на българските инвестиционни фондове за период 2015–2019 г., възвръщаемостта е изчислена според вида на фондовете.

Групирането следва стандартите на БАУД, според които акционерният фонд трябва да инвестира най-малко 50 процента от активите си в акции. Фондовете за облигации трябва да разпределят средства само в облигации. Смесените балансирани фондове инвестират в различни пазари, но трябва да инвестират между 20 и 50 процента от активите си в акции през последните шест месеца. Смесените консервативни фондове са ограничени

до 20 процента в акции – през цялото време! Фондовете на паричния пазар инвестират в ценни книжа с нисък риск на паричния пазар.



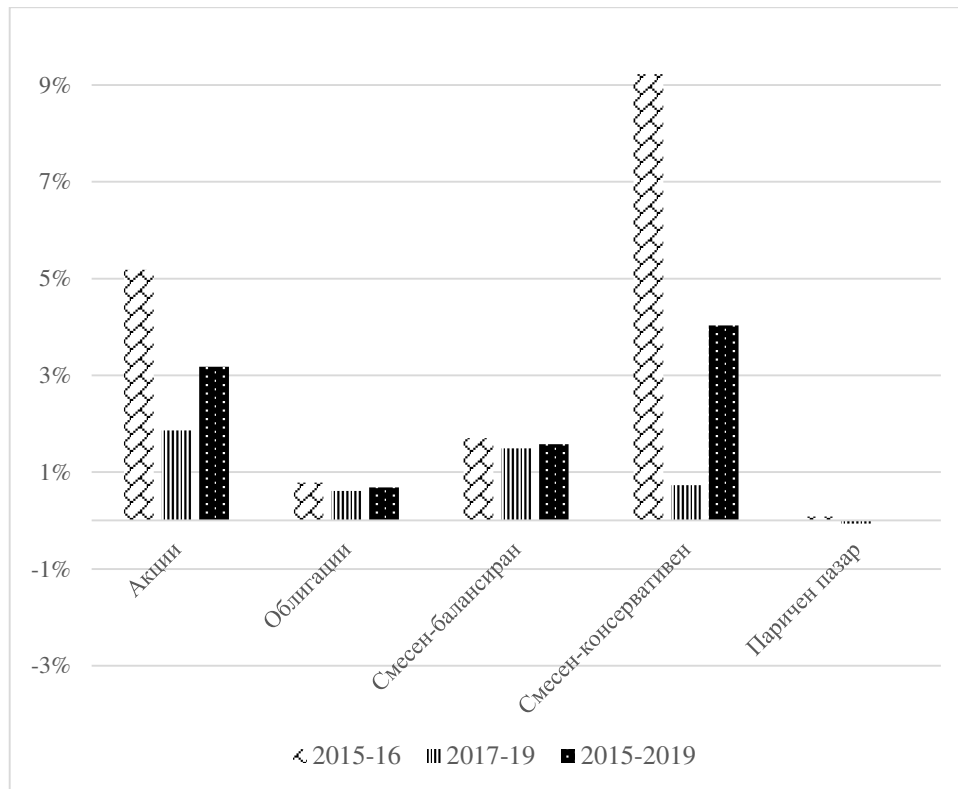
Фигура 6. Средногодишна възвръщаемост на инвестиционните фондове според типа на фонда

Източник: Българска асоциация на управляващите дружества (БАУД). Котировки (<https://baud.bg/quotes/>); Авторски изчисления.

Фигура 6 представя средната възвръщаемост на инвестиционните фондове, групирана според техния тип. Особеност се забелязва при смесените консервативни фондове и фондовете на паричния пазар. Не е типично, смесените консервативни фондове да превъзхождат фондовете в акции, облигационните и смесените балансиранни фондове. От друга страна, нормално е да не се очаква от фондовете на паричния пазар, да осигуряват значителна възвръщаемост, но отрицателна възвръщаемост за период от 5 години е нелогична. В допълнение, паричните фондове регистрират отрицателна възвръщаемост и за двата подпериода.

Тези отклонения от нормата следва да бъдат третираны с повишено внимание, тъй като извадките на смесените консервативни фондове и фондовете на паричния пазар се състоят от 5 и съответно 4 фонда. И докато смесените консервативни фондове се държат в „пакет“, то фондът „Тренд Консервативен“ срива възвръщаемостта на паричния пазар, която без него е малко над нулата.

Осредняването обаче не дава истинска картина на реалната възвръщаемост, генерирана от индустрията на инвестиционните фондове, тъй като размерът на инвестиционните фондове, представени от АУМ, варира в широк диапазон от 0.2 до 128.8 милиона лева. За да се получи реално осреднената възвръщаемост, генерирана от индустрията, се изчислява претеглена възвръщаемост за всеки от 5-те вида инвестиционни фондове.



Фигура 7. Претеглена средногодишна възвръщаемост на инвестиционните фондове според типа на фонда

Източник: Българска асоциация на управляващите дружества (БАУД). Котирувки (<https://baud.bg/quotes/>); Авторски изчисления.

Фигура 7 показва, че възвръщаемостта се увеличава за всеки вид фондове, с изключение на облигационните фондове. Очевидно размерът на инвестиционния фонд играе съществена роля, показателно за относително по-добро изпълнение на фондовете с по-голям размер на AUM. Отново смесените консервативни, заедно с фондовете на облигациите, са извън стандарта – първите с по-висока, вторите с по-ниска от очакваната възвръщаемост. Както бе споменато, причината за девиацията от нормата на смесените консервативни фондове може да са по-малкото наблюдения, докато това не може да бъде причина за групата от облигационни фондове, представена от 14 инвестиционни фонда.

Таблица 3 обобщава Фигури 6 и 7 и предоставя възвръщаемостта на два еталона за съответните периоди. Първият е SOFIX, основният индекс на Българската фондова борса (БФБ), а вторият – лихвен процент на домашните срочни депозити, деноминирани в левове с продължителност от 1 до 2 години.

Таблица 3

Средноаритметична и претеглена възвръщаемост на инвестиционните фондове, SOFIX и лихвен процент по депозити

| Вид фонд | Средна възвръщаемост | | | Претег. възвръщаемост | | | Наб. |
|----------------------|----------------------|------------------|------------------|-----------------------|------------------|------------------|------|
| | 2015– 2016 г. | 2017– 2019 г. | 2015– 2019 г. | 2015– 2016 г. | 2017– 2019 г. | 2015– 2019 г. | |
| Акции | 3.256% | 1.549% | 2.264% | 5.183% | 1.863% | 3.178% | 41 |
| Облигации | 1.160% | 0.742% | 0.910% | 0.787% | 0.612% | 0.682% | 14 |
| Смесен балансиран | 0.900% | 0.701% | 0.833% | 1.702% | 1.492% | 1.575% | 20 |
| Смесен консервативен | 4.205% | 0.711% | 2.130% | 9.225% | 0.730% | 4.034% | 5 |
| Паричен пазар | -0.461% | -2.642% | -1.727% | 0.084% | -0.061% | -0.003% | 4 |
| SOFIX | 6.348% | -1.124% | 1.779% | Общо | | | 84 |
| Лихвен процент | 3.19% | 0.88% | 1.65% | | | | |

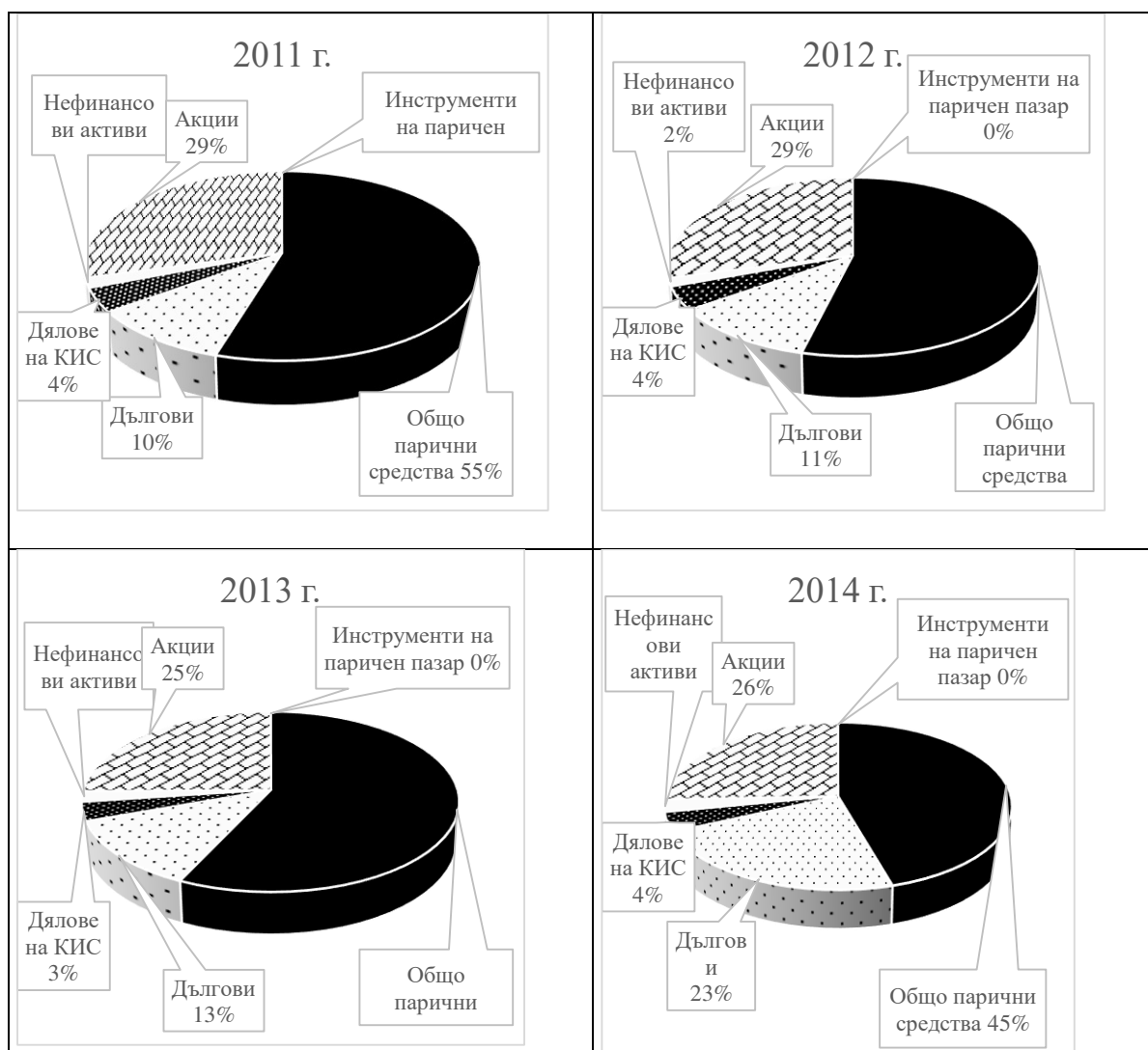
Източник: Българска асоциация на управляващите дружества (БАУД). Котировки (<https://baud.bg/quotes/>); БНБ (www.bnb.bg); Infostock (www.infostock.bg); Авторски изчисления.

Индексът SOFIX изглежда по-подходящ за сравнение с дяловите фондове, докато срочният лихвен процент на домакинствата – за инвестициите на паричния пазар. Обобщено, за целия период дяловите фондове като група имат по-добри резултати както от индекса SOFIX, така и от лихвения процент на домакинствата. Другата група, която се справя по-добре и от двата еталона, са смесените консервативни фондове. Възможно обяснение за това може да са по-малкото наблюдения с едно очевидно екстремно отклонение. Няма обаче логично оправдание за незадоволителните резултати както на облигациите, така и на смесените балансирани фондове. По-специално облигационните фондове е очаквано да имат по-добро представяне от лихвения процент, тъй като те имат възможност да инвестират в значителен брой емисии корпоративни облигации.

3. Проблемни области в дейността на инвестиционните фондове

Обобщеното представяне на българските инвестиционни фондове е израз на техния обобщен портфейл от активи, от това, как последните се разпределят по ликвидни средства в пари и банкови депозити, инструменти на паричния и капиталовия пазар. Също така е важна динамиката – промяната в съотношението на различните класове активи и до каква степен тя кореспондира с промяната в пазарната конюнктура, основно в съотношението на доходността на рисковите и безрисковите активи. За да се проследи структурата и динамиката на обобщения портфейл на българските инвестиционни фондове, са извлечени данни за капиталовия пазар на КФН от 2011 г. до 2018 г. за агрегирания портфейл на КИС. Статистиката на КФН предоставя информация за следните групи инвестиционни инструменти: „Общо

парични средства“, „Срочни депозити“, „Акции“, „Права“, „Дългови“, „Инструменти на паричен пазар“, „Дялове на КИС“, „Деривативни финансови инструменти“, „Други финансови инструменти“ и „Нефинансови активи“. Понеже инструментите „Права“ и „Деривативни финансови инструменти“ през всяка от годините клонят към нула процента, те са изключени от анализа. Също така „Срочни депозити“ са агрегирани в „Общопарични средства“. Процентното разпределение на агрегирания портфейл на инвестиционните фондове по инвестиционни инструменти е изложено във Фигура 8 за периода 2011–2014 г.

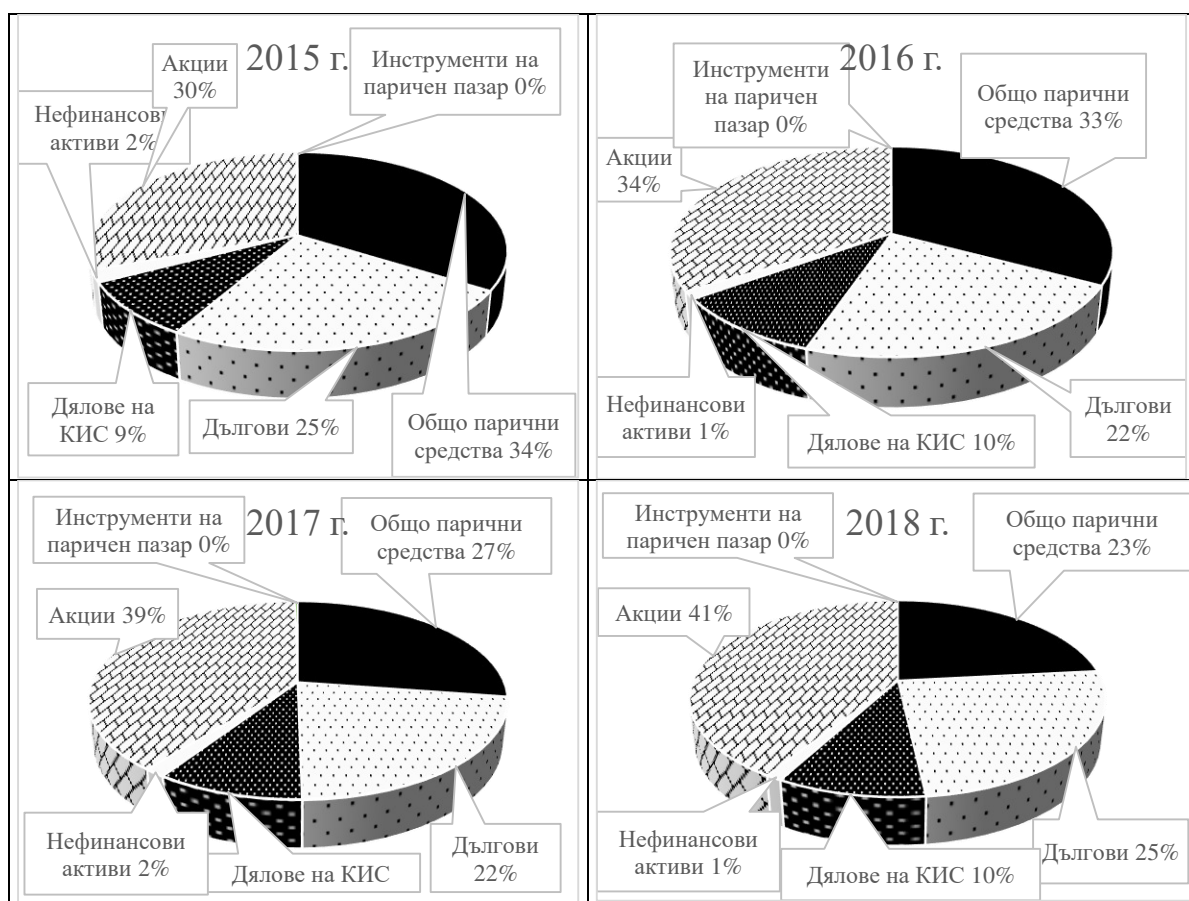


Фигура 8. Относителен дял на инвестиционни инструменти в агрегирания портфейл на инвестиционните фондове (2011–2014 г.)

Източник: КФН. Данни за капиталовия пазар за съответните години; Авторски изчисления.

Първата особеност, видна от фиг. 8, е големият размер на „Общопарични средства“. Едва през 2014 г. техният дял намалява от около 55% на 45%. През 2011 г. делът на „Срочни депозити“ е 83% от „Общопарични

средства“, като намалява до 73% в края на 2014 г. Принципно поддържането на високи размери на парични средства и срочни депозити след финансовата криза от 2008–2009 г. е оправдано по две причини: На първо място, по време на кризата особено дребните вложители изпадат в паника и масово теглят дяловете си. На второ място, капиталовият пазар е волатилен и високо-рисков. Но поддържането на ниски и намаляващи нива на „Акции“ пропуска повишаващите се трендове на SOFIX от 2013–2014 г. Понеже липсват инструменти на паричния пазар намалението на „Общопарични средства“ е балансирано от нарастването на дълговите инструменти. Като цяло високият размер на „Общопарични средства“ е необоснован, особено през 2013 г., когато лихвеният процент по срочни депозити се понижава под 3% и през 2014 г. – под 2% годишно. Анализът на агрегирания портфейл на българските инвестиционни фондове за 2015–2018 г. продължава на базата на информацията, представена във Фигура 9.



Фигура 9. Относителен дял на инвестиционни инструменти в агрегирания портфейл на инвестиционните фондове (2015–2018 г.)

Източник: КФН. Данни за капиталовия пазар за съответните години; Авторски изчисления.

Първата особеност на периода 2015–2018 г. е нарастването на дяловете на КИС (колективни инвестиционни схеми, другият термин за „инвестиционни фондове“) от 4% на 9–10%. Принципно инвестирането на инвестиционен фонд в друг инвестиционен фонд не е в полза на „професионализма“ спрямо управлението на активите, нито пък е аргумент в полза на интересите на инвеститорите. Генерираната възвръщаемост ще се утежни с двойни такси, докато остава отворен въпросът, какъв е този специфичен актив, в който фондът не може да инвестира директно, а трябва да ползва услугите на друг фонд. Прозаичната причина за подобни инвестиции на КИС в дялове на други КИС би могла да е поддържането на минималния размер АУМ в договорни фондове, за да не бъде прекратена дейността им. Но има и друга обективна причина за нарастването на дяловете на КИС, свързана с фонда „Райфайзен активна защита в евро“ (старо име ДФ „Райфайзен фонд защитена инвестиция в евро“). Фондът не формира собствен портфейл. От 25.11.2015 г. фондът е преобразуван в захранваща колективна инвестиционна схема с наименование ДФ „Райфайзен (България) активна защита в евро“, която инвестира 85 на сто или повече от своите активи в дялове на ДФ „Райфайзен-Евро-Клик“ (Raiffeisen-Euro-Click) – главна колективна инвестиционна схема, организирана и управлявана от „Райфайзен Капиталанлаге – Гезелшафт“ М.Б.Х. – Австрия.

Делът на акциите нараства бавно, дълговите инструменти запазват стабилен дял от 20–25%. Общопаричните средства намаляват до 25% през 2018 г. Техният размер продължава да е значителен, като се има предвид, че конюнктурата на пазарите не налага държането на значителни количества „кеш“ в оперативната работа на фондовете. Ако пък става въпрос за срочни депозити, това би било на първо място нелогично, предвид близките до нула лихвени проценти, и на второ място – против интереса на вложителите. Справка с агрегирания портфейл на инвестиционните фондове за 2018 г. показва, че от 348 млн. лв. общопарични средства 151 млн. лв. (43%) са срочни депозити! Закономерно възниква въпросът – кои са инвестиционните фондове, поддържащи високи дялове на общопарични средства, респективно – срочни депозити. След инспекция на агрегирания портфейл на българските инвестиционни фондове за 2018 г. са селектирани инвестиционните фондове с висок относителен дял на общопарични средства. Резултатите са изложени в Таблица 4.

Фондовете с най-висок дял на парични средства са с управляващи дружества, принадлежащи към търговски банки и един фонд на „Елана“. Конкретно това са фондове на банките ДСК и ОББ, като три от тях („ДСК Стандарт“, „ДСК Алтернатива 1“ и „ОББ Платинум облигации“) са със сравнително голям размер на нетните активи. Фондовете на ДСК – „Евро Актив“, „Стандарт Алтернатива 1 и 2“, и фондът на „Елана“ – „Свободни пари“, са облигационни, а фондовете на ОББ – „Платинум облигации“ и

„Платинум евро облигации“ са смесени консервативни, според информацията, предоставена от БАУД. Фондовете за облигации трябва да разпределят средства само в облигации, а смесените консервативни фондове са ограничени до 20 процента в акции през цялото време според стандартите на БАУД. Странно е, че фондовете от Таблица 4 не се дефинират като фондове на паричния пазар, а насрочват средствата на инвеститорите изключително в парични средства, респективно депозити, които на практика са с нулеви лихвени проценти. Може би най-фрапиращите случаи са тези на „ДСК Алтернатива 1 и 2“ и „ОББ Платинум облигации“. Излиза, че рационалният инвеститор търси алтернативи на ниската доходност на спестяванията си, вярва в инвестиционната стратегия на ДСК „Управление на активи“, за да върне обратно парите си в депозити, този път от името на инвестиционен фонд. Но вината се корени в обявената инвестиционна стратегия, която очевидно е заблуждаваща:

„Инвестиционната стратегия предвижда инвестиране на активите на Фонда при прилагане на консервативна инвестиционна стратегия, с цел да се осигури предвидим растеж на цената на дяловете при малки флуктуации. С оглед постигане на инвестиционните си цели Фондът ще се придържа към инвестиционна политика на *инвестиране преимуществено във висококачествени дългови ценни книжа и инструменти с фиксирана доходност (к.м.)*“.

Източник: ДСК Управление на активи, ДСК Алтернатива 1. Инвестиционна стратегия и политика (http://www.dskam.bg/Page/default.aspx?user_id=&session_id=&xml_id=/bg-BG/funds/moneymarket/strategy/).

Таблица 4

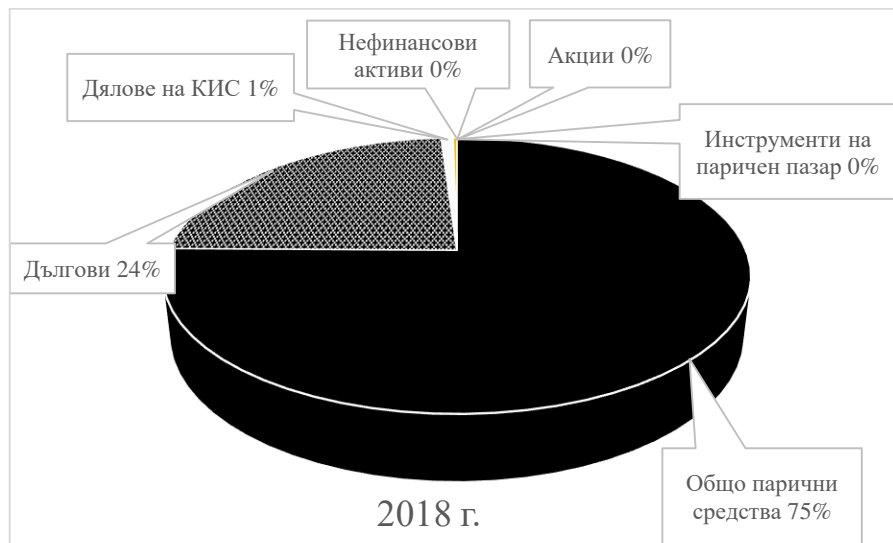
Агрегирани портфейли на инвестиционни фондове с висок относителен дял на общопарични средства за 2018 г. (млн. лв.)

| Наименование на КИС | Общо парични средства | Срочни депозити | Общо финансови активи и инструменти | Дългови | Дялове на КИС | Нефинансови активи | НЕТНИ АКТИВИ |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------|-------------------------------------|---------|---------------|--------------------|--------------|
| „ДСК Евро Актив“ | 10.8 | 5.3 | 11.2 | 10.2 | 1.0 | 0.1 | 22.1 |
| „ДСК Стандарт“ | 29.7 | 23.4 | 30.6 | 29.6 | 1.0 | 0.4 | 60.7 |
| „ДСК Алтернатива 1“ | 56.2 | 41.8 | 0.5 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 56.7 |
| „ДСК Алтернатива 2“ | 17.9 | 9.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 17.9 |
| „Елана Свободни пари“ | 14.9 | 2.7 | 4.5 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 19.4 |
| „ОББ Платинум Евро Облигации“ | 29.7 | 5.6 | 7.5 | 7.5 | 0.0 | 0.1 | 37.3 |
| „ОББ Платинум Облигации“ | 70.2 | 22.1 | 20.6 | 20.6 | 0.0 | 0.1 | 90.8 |
| Сума | 229.4 | 110.0 | 74.8 | 72.4 | 2.4 | 0.8 | 304.8 |

Източник: КФН. Данни за капиталовия пазар за съответните години; Авторови изчисления.

Тук възникват редица въпроси, повечето от правнонормативен характер, като: Възможно ли е, инвеститорите да търсят отговорност от фонда за неспазването на обявената стратегия? Следва ли КФН да контролира спазването на инвестиционна стратегия от страна на инвестиционните фондове? Разбира се, въпросните инвестиционни фондове могат да оспорят с аргумента, че това е моментно състояние към края на годината, но тогава възниква следващ въпрос, как инвеститорите могат да контролират портфейлът на фондовете на по-къси времеви интервали.

За да се визуализира портфейла на инвестиционните фондове от Таблица 4, общият портфейл е представен във Фигура 10.

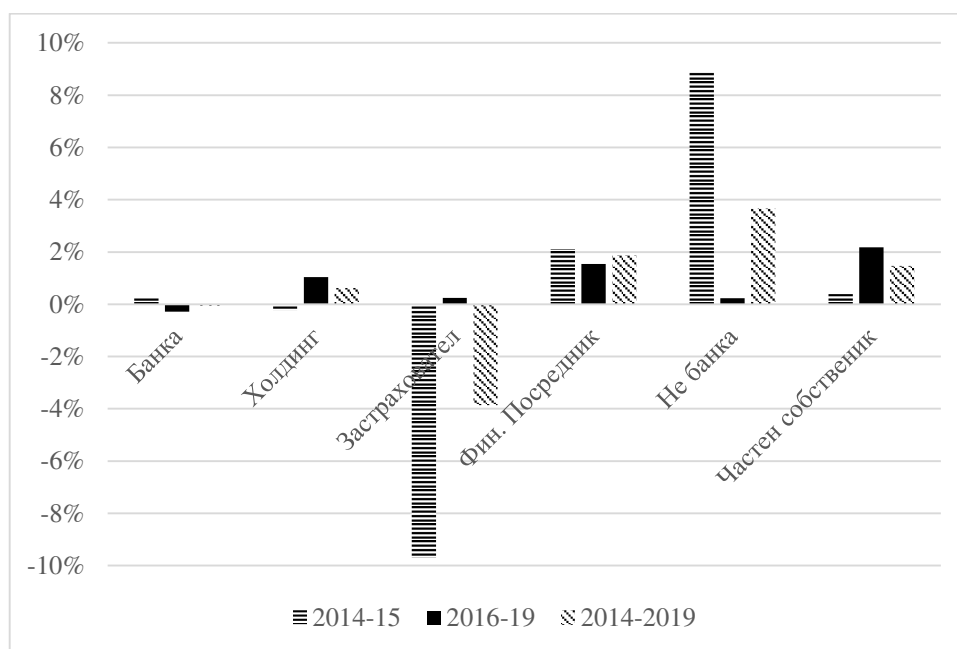


Фигура 10. Относителен дял на инвестиционни инструменти в агрегирания портфейл на инвестиционните фондове от таблица 4 за 2018 г.

Източник: КФН. Данни за капиталовия пазар за съответните години; Авторови изчисления.

Осреднено, представянето на българските инвестиционни фондове за периода 2015–2019 г. е незадоволително. Анализът на възвръщаемостта по рискови категории фондове показва, че облигационните и фондовете на паричния пазар имат по-ниски резултати, отколкото рисковият им профил предполага. Групирането по рисков профил на фондовете помага за идентифициране на проблемните области, но не диагностицира основните причини за слабото представяне. Аксиоматично, слабостите във всяка дейност произтичат основно от проблеми в управлението. Фигура 4 показва, че банковите управляващи дружества управляват около половината AUM на инвестиционните фондове в България, а Фигура 5, че облигациите, като финансов инструмент, са на второ място по стойност след акциите. Таблица 5 пък демонстрира „парично-спестовна“ стратегия на инвестиционни фондове с преобладаващо банкови управляващи дружества. Закономерно възниква въпросът, какви са резултатите на различните групи управляващи дружества съгласно дефинирането им в параграф 1.

Тук обаче възниква проблем. Различните управляващи дружества менажират фондове с различен рисков профил (вид) и с различно съотношение на АUM. Изчисляване на средна възвръщаемост на фондове с различен рисков профил би показало изкривена картина на изпълнението им. Възможност за преодоляване на тази пречка включва използването на претеглената средна възвръщаемост по видове фондове. Изваждането на средната възвръщаемост за дадена група фондове (напр. „Облигационни“) от възвръщаемостта на конкретен облигационен фонд има за резултат т.нар. „свръхвъзвръщаемост“, която може да бъде положителна или отрицателна стойност. Резултатите от прилагането на изложения алгоритъм са представени във Фигура 11.



Фигура 11. Свръхвъзвръщаемост по управляващи дружества
Източник: БАУД, Авторски изчисления.

Дефиницията на управляващите дружества от Фигура 11 следва вече изложените от Фигура 4 дефиниции на собствениците на управляващи дружества. Най-ниско изпълнение имат фондовете с управляващо дружество „застраховател“. Групата „застраховател“ обаче не е представителна, понеже има само едно управляващо дружество („Ди Ви Асет Мениджмънт“ ЕАД) с 3 фонда – „Ди Ви Баланс“ (предишно наименование „Ди Ви Хармония“), „Ди Ви Динамик“ и „Ди Ви Евробонд“. За сметка на това групата на управляващите дружества, собственост на банки, е изключително добре представена – както по брой на фондове, размер на АUM и не на последно място – собственици на управляващи дружества. Значението на банковите управляващи дружества за общото изпълнение на българските инвестиционни фондове е решаващо, като се вземе предвид фактът, че те управляват 48% от АUM през 2018 г.

От фиг. 11 става ясно, че изпълнението на фондовете, управлявани от банкови управляващи дружества, е най-слабото и незадоволително, изключвайки групата на „застраховател“, която управлява АУМ малко над 1 млн. евро или 0.15% от общо АУМ. Банковоспонсорираниите дружества имат осреднена отрицателна свръхвъзвръщаемост от -0.054% за периода 2015–2019 г. Изключвайки фондовете, управлявани от застраховател, никоя друга група на спонсори няма отрицателна възвръщаемост за периода 2015–2019 г. За отбелязване е също така, че банковите фондове имат незначителна положителна възвръщаемост за периода 2015–2016 г., когато лихвените проценти по срочни депозити са в границите на 0.5 – 1%, и отрицателна, за периода 2017–2019 г., когато лихвените проценти клонят към нула.

Ferreira, Matos and Pires (2018) проследяват изпълнението на фондове, инвестиращи в акции от целия свят, управлявани от банкови групи. Те установяват, че банковоръководените фондове имат по-ниска възвръщаемост от не-банковоръководените фондове, осреднено с 92 базисни точки. Kaur and Kaushik (2019) установяват, че взаимни фондове, спонсорирани от нефинансови и финансови компании, се представят по-добре от спонсорираниите от банките взаимни фондове.

Управляващите дружества отчаяно опитват да привлекат нови инвестиции през последните години. През 2008 г. оперират 101 местни инвестиционни фонда. През 2018 г. броят им нараства на 135. Междувременно 22 фонда прекратяват дейността си (поради недостатъчен капитал под 250 хиляди евро), 54 са новосформирани (някои от които прекратяват дейността си впоследствие) и 3 са обединени с други съществуващи фондове.

Таблица 5

Баланс на активните местни отворени фондове (2011–2018 г.)

| | Година | | | | | | | |
|----------------|--------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Начален баланс | 101 | 102 | 106 | 112 | 111 | 113 | 121 | 129 |
| Прекратени | 2 | 6 | 1 | 5 | 2 | 1 | 5 | 5 |
| Новооткрити | 3 | 10 | 10 | 4 | 4 | 10 | 13 | 11 |
| Обединени | | | 3 | | | 1 | | |
| Краен баланс | 102 | 106 | 112 | 111 | 113 | 121 | 129 | 135 |

Източник: КФН. Статистика на капиталов пазар за съответните години; Авторови изчисления.

Така, в края на 8-годишния период, над 20% от фондовете са закрити, но пък са създадени над 50% нови фондове спрямо съществуващите през 2011 г. Процентът на прекратените фондове спрямо наличните през 2011 г. е твърде голям и ако „прекратен фонд“ е аналог на „фалирала фирма“, то тогава мащабите на катастрофата в индустрията на инвестиционните

фондове става по-осезаема. Но динамиката на „отпадналите“ фондове не смущава управляващите дружества – напротив, те създават двойно повече фондове на мястото на прекратените. Същевременно процесът на „роене“ на фондовете не води до растеж на AUM – за първото тримесечие на 2008 г. средният размер на AUM е 5.29 млн. евро, а през четвърто тримесечие на 2018 г. е 5.83 млн. евро.

В търсене на пътища за привличане на нови инвеститори фондовете прилагат иновативна стратегия. Промяна на името на фонда. В някои случаи тя помага за увеличаване на AUM, но в повечето случаи – не. Тази практика става широко разпространена в българските инвестиционни фондове след 2013 г., но не е уникално явление. Подобно „иррационално“ поведение се приписва на взаимните фондове в САЩ след кризата Dot Com. (Wine and Sullivan, 2001).

Всъщност има само няколко фонда с достатъчно количество AUM, за да оправдаят разходите за управление на бизнеса. През 2018 г. фондът с най-висок AUM е Raiffeisen Conservative с 56,71 милиона евро AUM. Дванайсетият фонд е Select Balance с 18.5 милиона евро AUM. Средните AUM на българските инвестиционни фондове за 2018 г. е 5.83 милиона евро. В Азия и Тихия океан тя е 170 милиона евро, в Европа – 257 милиона евро и 728 милиона евро в САЩ. В Република Сърбия например към 2015 г. броят на фондовете е 12, а средният размер на AUM е 8.22 млн. евро. В Унгария оперират 589 фонда, но средният размер на AUM е 30.7 млн. евро (Leković, Gnjatović 2018).

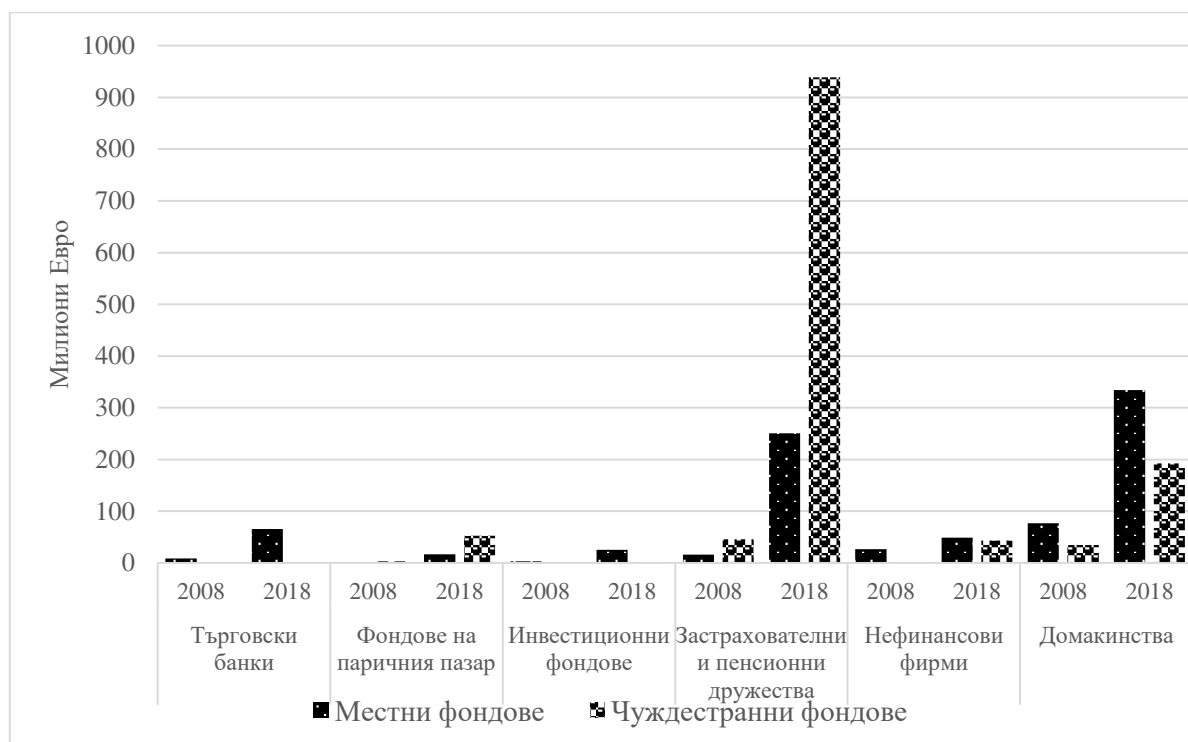
Фактите са убедителни. Има нещо нелогично с българските инвестиционни фондове. Ясно е, че фонд с AUM под 10 милиона евро е невъзможно да покрие годишните си административни разходи.

Но проблемът има и друга страна. А тя е как при тези ниски средни нива на AUM на инвестиционен фонд се разпределя сравнително ниската доходност на фондовете между инвеститорите и управляващите дружества. Основните променливи в уравнението са общият среден размер на AUM, средната доходност на фондовете и таксите за управление за периода 2015–2019 г. Този подход би калкулирал абсолютната доходност за двете страни – управляващи дружества и инвеститори, но е доста трудоемък, а освен това е невъзможно да се получи информация за фондовете, прекратили дейността си през периода.

Относителният подход на сравнение показва средна претеглена възвръщаемост от 1.89% за инвеститорите за периода 2015–2019 г. и средни годишни такси за управление на фондовете от 1.7% за управление за 2018 г. (Инвестор.бг 2019) (игнорират се таксите за „вход“ и „изход“ от фондовете). Ако се добавят таксите за „вход“ и „изход“ от фондовете, то нетната изгода на инвеститорите би била съпоставима с приходите на управляващите дружества. Така, за 2018 г. например, при нетни активи от 1497 млн. лв.

вложителите и управляващите дружества ще получат равен дял от възвръщаемостта⁶ – по около 25 млн. лв.

Закономерно възниква въпросът, кои са субектите, инвестиращи в инвестиционните фондове при тези условия. Данни за конкретните инвестиционни фондове не са достъпни, но статистиката на БНБ предоставя информация за задълженията по групи инвеститори на местните и чуждестранните инвестиционни фондове. Фигура 12 сравнява привлечените средства на търговските банки, фондовете на паричния пазар, инвестиционните фондове, застрахователните и пенсионни дружества, нефинансовите фирми и домакинствата в местни и чуждестранни инвестиционни фондове през 2018 г. спрямо 2008 г. Агрегатно през 2008 г. привлечените средства на резиденти от местни инвестиционни фондове са 131 млн. евро, докато от чуждестранните фондове са 87 млн. евро. През 2018 г. привлечените средства на резиденти от местни инвестиционни фондове са 742 млн. евро, докато от чуждестранните фондове са 1230 млн. евро. Данните са ярко свидетелство за отдръпването на местните инвеститори от местните към чуждестранните инвестиционни фондове.



Фигура 12. Привлечени средства от местни и чуждестранни инвестиционни фондове за 2008 г. и 2018 г.

Източник: БНБ. Статистика на инвестиционните фондове; Авторски изчисления.

⁶ Разбира се, инвестиционните фондове следва да покрият своите операционни разходи и този дял от възвръщаемостта в никакъв случай не означава нетна печалба.

Най-сериозно отдръпване от местните инвестиционни фондове се отчита при застрахователните и пенсионни дружества и фондовете на паричния пазар. Нефинансовите фирми също отбелязват движение в тази посока, докато домакинствата запазват относително постоянна пропорция на инвестиране в местни и чуждестранни фондове. Единствено банките и инвестиционните фондове⁷ игнорират чуждестранните фондове. Възможно е да се хипотезира защо търговските банки и инвестиционните фондове остават „твърдо“ закотвени към местните инвестиционни фондове. Търговските банки са спонсори на инвестиционни схеми и е възможно да осигуряват по този начин минималния капитал на проходящ договорен фонд. От друга страна, не е невъзможно, фонд от дадена група на управляващо дружество да „захранва“ минимално изискуемия капитал на новосъздаден фонд от същата група. Така пренасочването на средства от местните в полза на чуждестранните инвестиционни фондове, особено от професионалните инвеститори (застрахователни и пенсионни дружества), може да се разглежда като още едно свидетелство, подкрепящо неатрактивността на местните инвестиционни фондове.

Заклучение

В заключение могат да се изтъкнат следните по-важни изводи за развитието и състоянието на българските инвестиционни фондове:

През целия период след световната финансова криза от 2008 г. се запазва по-слаб растеж при новите членове на ЕС. Българските инвестиционни фондове следват представянето на новите членове на ЕС до 2016 г. След 2016 г. обаче растежът на AUM на българските инвестиционни фондове се ускорява, за да настигне средния за ЕС през 2018 г.

Очевидна е доминацията на банките, тъй като почти половината от всички AUM (766 милиона евро през 2018 г.) се управляват от банкови институции. На второ място са холдинговите компании. Заслужава да се отбележи, докато AUM на останалите управляващи компании растат с бавен темп, то тези на банките и холдингите регистрират стръмно повишаване след 2015 г.

Налице е тренд на нарастване на AUM от 2015 г., 6 години след края на финансовата криза от 2007–2009 г. кризата. Основният принос за това се дължи на фондовете, инвестиращи в акции, последвани от облигационните и смесените балансирани фондове. Това не е изненадващо, като се отчетат спадащите (практически до нула) лихви по банкови депозити и позитивните очаквания за фондовия пазар.

⁷ В духа на настоящото изследване фондовете на паричния пазар са част от инвестиционните фондове. Статистиката на БНБ ги разграничава, поради което на фиг. 12 те са указани самостоятелно.

Местните фондове не правят необходимото, за да привлекат и мобилизират нарастващите спестявания и ги насочат към по-печеливши алтернативи. За 2017 г. само два процента от активите на българските домакинства са разпределени за инвестиционни фондове, което е най-ниското в цяла Европа. На второ място развитието на трансграничните инвестиционни фондове ускорено надминава това на местните фондове.

Много от спонсорите на ПКИПЦК (Предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа) произхождат от финансови „конгломерати“, състоящи се от финансово подразделение (банка/застрахователно дружество и/или холдингова компания и/или пенсионен фонд или финансова компания), публична фирма, която издава акции и дългове (търговско дружество), и семейство на инвестиционни фондове. Такава комбинация е предпоставка за конфликт на интереси в ущърб на принципала (вложителя), особено при отсъствие на „китайски стени“.

Данните за цялата индустрия за периода 2015–2019 г. предоставят малко или никакви доказателства за превъзходно средно представяне на инвестиционните фондове спрямо бенчмарковете.

Размерът на инвестиционния фонд има значение. Показателно за това е относително по-доброто изпълнение на фондовете с по-голям размер на АУМ. Възвръщаемостта на облигационните фондове не отговаря на рисковете им профил и е по-ниска от очакваната.

Наблюдава се висок дял на „общопарични средства“ в агрегирания портфейл на българските инвестиционни фондове, особено през 2013 г., когато лихвеният процент по срочни депозити се понижава под 3%, и през 2014 г. – под 2% годишно. Делът на акциите нараства бавно, дълговите инструменти запазват стабилен дял от 20–25%. Общопаричните средства намаляват до 25% през 2018 г. Техният размер е значителен, като се има предвид, че конюнктурата на пазарите не налага държането на значителни количества „кеш“ в оперативната работа на фондовете. Ако пък става въпрос за срочни депозити, това би било на първо място нелогично, предвид близките до нула лихвени проценти, и на второ място – против интереса на вложителите. Фондовете с най-висок дял на парични средства са с управляващи дружества, принадлежащи към търговски банки и един фонд на „Елана“. Конкретно това са фондове на банките ДСК и ОББ, като три от тях („ДСК СТАНДАРТ“, „ДСК АЛТЕРНАТИВА 1“ и „ОББ ПЛАТИНУМ ОБЛИГАЦИИ“) са със сравнително голям размер на нетните активи. Фондовете на ДСК – „Евро актив“, „Стандарт Алтернатива 1 и 2“, и фондът на „Елана“ – „Свободни пари“, са облигационни, а фондовете на ОББ „Платинум облигации“ и „Платинум евро облигации“ са смесени консервативни. Високият дял на паричните средства, особено на облигационните, не кореспондира с декларираните цели на фондовете и дефиницията на БАУД.

Изпълнението на фондовете, управлявани от банкови управляващи дружества, е най-слабото и незадоволително, изключвайки групата на „застраховател“, която управлява АУМ малко над 1 млн. евро или 0.15% от общо АУМ.

В търсене на пътища за привличане на нови инвеститори фондовете прилагат иновативна стратегия. Промяна на името на фонда. В някои случаи помага за увеличаване на АУМ. Но в повечето случаи – не.

Осреднено за периода 2015–2019 г. инвеститорите получават доходност, съпоставима с доходността на управляващите дружества. Независимо от постигнатия финансов резултат, инвестиционните фондове събират такси за управление, които за 2019 г. са 1.7% средно. При нетни активи на извадката от инвестиционните фондове за 2018 г. от 1497 млн. лв., то приходите от такси за управление са около 25 млн. лв. Горното поставя въпроса за прилагането на такси, обвързани с изпълнението на фондовете.

Най-сериозно отдръпване от местните инвестиционни фондове се отчита при застрахователните и пенсионни дружества и фондовете на паричния пазар. Нефинансовите фирми също отбелязват движение в тази посока, докато домакинствата запазват относително постоянна пропорция на инвестиране в местни и чуждестранни фондове. Единствено банките и инвестиционните фондове игнорират чуждестранните фондове.

Използвани източници

- Blatt, Sh. (2004). An In-Depth Look at the Information Ratio. Master Thesis. Worcester Polytechnic Institute p. 10 (<https://pdfs.semanticscholar.org/e734/4a1e4d5587a0ed4bd8f359bdccacee1802ab.pdf>).
- Diamond, D. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. // *The Review of Economic Studies*, Vol. 51, № 3, July, pp. 393 – 414 (22 pages).
- Ferreira, M., Matos, P. & Pires (2018). Asset Management within Commercial Banking Groups: International Evidence.// *Journal of Finance*, Vol.73, № 5 pp. 2181 – 2227.
- Fink, M. (2011). *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View*. Oxford University Press.
- Infostock, Котировки на индекса SOFIX, (www.infostock.bg).
- International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank. (2015). *Mutual Funds in Developing Markets: Addressing Challenges to Growth*.
- Kaur, I. & Kaushik, K. (2019). Mutual Fund Ownership and Sponsor background: Effect on Performance and Risk Strategy, *Working paper*, Researchgate, DOI: [10.13140/RG.2.2.12789.22249](https://doi.org/10.13140/RG.2.2.12789.22249)
- Leković, M., & D. Gnjatović (2018). Contribution of the Investment Funds Industry to Development Performances of the Republic of Serbia. // *Economic Alternatives*, № 2, pp. 197 – 212.

- Ownership of Investment Funds in Europe. (2019) The European Fund and Asset Management Association, (<https://www.efama.org/>).
- Thune, K. What Is the Average Mutual Fund Return? The Balance (<https://www.thebalance.com>).
- Wilson, A. (2019). Mutual Funds: The Mutual Fund Retirement Plan For Long - Term Wealth Building.
- Wine, E., & A. Sullivan (2001). Growth Makes Way for Value in Mutual Fund Name Changes. // Financial Times, March 21.
- БАУД (Българска асоциация на управляващите дружества) (2012). Методология за класификация на инвестиционните схеми, https://baud.bg/download/public_docs/Classification_2012_wiithadditions_1.pdf, (Accessed: 18/07/2018.)
- БАУД (Българска асоциация на управляващите дружества), Котировки, (<https://baud.bg/quotes/>) (Accessed: 15/11/2019.)
- БНБ (Българска Народна Банка), *Лихвена статистика*, ([www, bnb.bg](http://www.bnb.bg)).
- БНБ (Българска Народна Банка), *Статистика на инвестиционните фондове*, (www.bnb.bg).
- Бояджиев, Д. (2011). Анализ на портфейлното представяне на колективните инвестиционни схеми в България. Асоциация на инвестиционните мениджъри в България (БИМА).
- Ганчев, А. (2010). Портфейлното представяне на българските инвестиционни фондове в следкризисния период. // Икономически алтернативи, 2010, № 6, с. 97 – 117.
- ДСК Управление на активи, ДСК Алтернатива 1. Инвестиционна стратегия и политика (http://www.dskam.bg/Page/default.aspx?user_id=&session_id=&xml_id=/bg-BG/funds/moneymarket/strategy/).(Accessed: 27/09/21)
- Кои са най-добрите договорни фондове в България за 2019 г. (2019). // Investor.bg (<https://www.investor.bg/analizi/361/a/koi-sa-nai-dobrite-dogovorni-fondove-v-bylgariia-za-2019-g--294081/>, (Accessed: 24/02/21).
- Комисия за финансов надзор (КФН). Статистика на капиталов пазар и регистър на управляващите дружества за съответните години (www.fsc.bg).
- Стоянов, Н. (2018). С вашите пари в нашите компании. // Капитал, 16.02.2018 (https://www.capital.bg/biznes/finansi/2018/02/16/3130619_s_vashite_pari_v_nashite_kompanii/).

Атрактивност на инвестиционните фондове в България

Доц. д-р Йордан Василев Йорданов
Икономически университет Варна

Резюме: Тази студия разглежда въпроса за привлекателността на българските инвестиционни фондове за различни класове инвеститори през последното десетилетие. Тя използва данни за AUM (управлявани активи), възвръщаемост, брой фондове, рисков профил на фондове и мениджъри на фондове, за да разкрие тенденциите в сектора на инвестиционните фондове. Също така се проследява разпределението на активите в агрегирания портфейл, за да се определи осреднената портфейлна стратегия.

Оказва се, че ръстът на AUM не е оправдан от потенциала на спестяванията на домакинствата и активите на небанковите финансови институции. Средната равнопретеглена възвръщаемост на фондовете е под, докато претеглената с AUM е малко над референтните стойности за 2015–2019 г.

Проучването на цялостния портфейл на инвестиционните фондове показва силно пристрастие към разпределението на активи „парични средства“ и „други инвестиционни фондове“. Задълбочено изследване на портфейлите на конкретни фондове разкрива нездравословна практика на отклонение от декларираната портфейлна стратегия. В допълнение, ниското ниво на AUM на фонд е вероятна пречка пред българските инвестиционни фондове да предлагат конкурентни такси.

Ключови думи: инвестиционни фондове, възвръщаемост, активи, рисков профил, портфейлна структура.

JEL: G11, G23.

ATTRACTIVENESS OF INVESTMENT FUNDS IN BULGARIA

Assoc. Professor Jordanov, Jordan Vassilev, PhD
Economic University Varna

Abstract: This paper addresses the issue of attractiveness of Bulgarian investment funds to various classes of investors over the last decade. It exploits data on AUM (assets under management), return, number of funds, risk profile of funds and fund managers in order to grasp trends in the investment fund sector. Also, the asset allocation in aggregate portfolio is traced, in order to determine the overall portfolio strategy.

It turns out, that the growth of AUM is not justified by the potential of household savings and nonbank financial institutions' asset base. The average equally weighted funds' return is below, while AUM weighted is slightly above benchmarks for 2015-2019.

The examination of the overall investment funds' portfolio shows a strong bias towards "Cash" and "Other Investment Funds" allocation of assets. In depth examination of the portfolios of specific funds reveals an unwholesome practice of deviation from declared portfolio strategy. In addition, the low level of AUM per fund is likely to hurdle Bulgarian investment funds to offer competitive fees.

Keywords: investment funds, return, assets, risk profile, portfolio structure.

JEL: G11, G23.

Съдържание

| | |
|---|-----|
| Увод | 77 |
| 1. Развитие на сектора на инвестиционните фондове | 78 |
| 2. Профил на възвръщаемостта..... | 85 |
| 3. Проблемни области в дейността на инвестиционните фондове | 91 |
| Заключение..... | 101 |
| Използвани източници..... | 103 |

ТОМ СХХІІ

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ "Д. А. ЦЕНОВ"
СВИЩОВ



ГОДИШНИК

ТОМ СХХІІІ

2020

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ”
Свищов, ул. Ем. Чакъров, 2

АКАДЕМИЧНО ИЗДАТЕЛСТВО „ЦЕНОВ”
Свищов, ул. Градево, 24

**ГОДИШНИК
ТОМ СХХІІІ**

Даден за печат на 01.12.2020 г.
Печатни коли 22,5; формат 16/70/100; тираж 50 бр.
Излязъл от печат на 17.12.2020 г.

ISSN 0861–8054

Съдържание

| | |
|---|-----|
| Йорданов, Й. Развитие и състояние на българския капиталов пазар | 7 |
| Емилова, И., Динков, М. Мобинг – субективно усещане или обективно състояние в организацията..... | 57 |
| Бонева, М. Изследване на тенденциите за развитие на електронните услуги | 91 |
| Ненова, Р. Влияние на рентата върху цената на земеделската земя в България..... | 123 |
| Чиприянов, М. Нови парадигми в планирането..... | 159 |