



**Bulgarian Investment Managers**  
Association

---



# АНАЛИЗ НА ПОРТФЕЙЛНОТО ПРЕДСТАВЯНЕ НА КОЛЕКТИВНИТЕ ИНВЕСТИЦИОННИ СХЕМИ В БЪЛГАРИЯ

## за 2011 година

Драгомир Бояджиев,

[d.boyadzhiev@bima.bg](mailto:d.boyadzhiev@bima.bg)

## СЪДЪРЖАНИЕ

|   |    |
|---|----|
| УВОД.....   | 3  |
| ДАННИ И ОГРАНИЧИТЕЛНИ УСЛОВИЯ .....                   | 6  |
| МЕТОДОЛОГИЯ .....                                     | 7  |
| ФОНДОВЕ В АКЦИИ И ВИСОКОРИСКОВИ ВЗАИМНИ ФОНДОВЕ.....  | 8  |
| БАЛАНСИРАНИ ФОНДОВЕ .....                             | 18 |
| НИСКОРИСКОВИ ФОНДОВЕ И ФОНДОВЕ НА ПАРИЧЕН ПАЗАР ..... | 25 |
| ОГРАНИЧЕНИЕ НА ОТГОВОРНОСТТА .....                    | 30 |

За втора поредна година, Асоциация на инвестиционните мениджъри в България (БИМА) подготви своя обзор на представянето на българските колективни инвестиционни схеми. Целта на това изследване е да запознае, както специалистите от бранша, така и широката публика с моментното състояние на сектора.

Анализът ни е замислен и изготвен като удобен визуален инструмент, чрез който нашите колеги, членовете на БИМА, както и всички заинтересовани лица ще могат да получат систематизирана, изчерпателна и безпристрастно поднесена информация за действащите български колективни инвестиционни схеми. Ще имат възможност да сравнят представянето на различните фондове и да ползват поместените данни като бенчмарк в работата си. Същевременно, сме се старали да спазваме максимална простота и яснота на информацията, така че настоящото резюме да бъде от полза и за обикновения инвеститор. Да бъде ползвано за добиване на информация и да присъства като важен наръчник за сектора.

В това издание направихме няколко малки промени и допълнения в методиката, която беше ползвана за оценка на представянето от 2010 година. С цел по-коректното оценяване на нискорисковите и балансираните инвестиционни схеми въведохме претеглен синтетичен бенчмарк от рисков инструмент – широк индекс от акции и безрисков актив – емисия държавни ценни книжа (ДЦК). Също така, добавихме и изчисления за ключовия показател, следящ представянето на портфейлните мениджъри – Information Ratio, а с цел по-лесна интерпретация на резултатите включихме няколко нови визуализационни инструменти.

## УВОД

Секторът на взаимните фондове в България преживя поредна тежка година в своята история. Добрата новина за управляващите дружества и вложителите в колективни инвестиционни схеми (КИС) е, че настоящата ситуация не е по-лоша от тази през 2010 година. Активите под управление на българските управляващи дружества (УД) остават почти без изменение спрямо предходния период. Липсват и сериозни сътресения в сектора. Лошата е, че все още не се вижда светлина в тунела и реализирането на устойчив ръст на активите на дружествата за момента е неясна перспектива.

Нетната стойност на активите (НСА), управлявани от български УД не отбелязва сериозна промяна и **към 31 декември 2011 година достига 469.9 милиона лева**. За сравнение, през предходната 2010 година тази цифра е 472 милиона лева.

По данни на Комисия за финансов надзор (КФН), към края на 2011 г. съществуват общо 34 лицензирани, местни управляващи дружества. Три от тези УД – Адамант Кепитъл Мениджмънт ЕАД, Ньюей Асет Мениджмънт АД и Ултура Кепитъл Мениджмънт ЕАД са прекратили управяването от тях договорни фондове. Едно дружество – Интеркарт инвестмънтс АД, след подаване на искане за прекратяване на договорен фонд Оптима селект, през 2010 година и последващо оттегляне на това искане, продължава да управлява своята инвестиционната схема, като историческа информация за размера на нетните активи и стойността на дяловете на фонда не е представена нито на уеб страницата на КФН, нито на тази на дружеството. Поради горното, ДФ Оптима селект не беше включен в настоящия обзор.

Към м.декември 2011 година на пазара на инвестиционни дружества и взаимни фондове в България се предлагаха над 100 колективни инвестиционни схеми. В този обзор сме разгледали 97 КИС (ДФ и инвестиционни дружества от отворен тип) в трите основни класа – рискови и високорискови фондове, инвестиращи предимно в акции и дялови ценни книжа; балансираните взаимни фондове; нискорискови инвестиционни схеми, инвестиращи преимуществено в облигации, държавни ценни книжа и/или инструменти на паричния пазар.

Независимо от големия брой УД и КИС в сектора, той се характеризира по-скоро с олигополна структура, като най-големите три дружества (по размер на активите под управление, включващи ИД и



Табл. 1

| Управляващо дружество                 | Активи под управление ('000 BGN) | Дял            |
|---------------------------------------|----------------------------------|----------------|
| Аврора Кепитъл АД                     | 1 061.3                          | 0.23%          |
| Адамант Кепитъл Мениджмънт ЕАД        | -                                | -              |
| Актива Асет Мениджмънт АД             | 232.8                            | 0.05%          |
| Алфа Асет Мениджмънт ЕАД              | 6 318.3                          | 1.34%          |
| Астра Асет Мениджмънт АД              | 33 000.7                         | 7.02%          |
| Болкан Кепитъл Мениджмънт АД          | 10 000.0                         | 2.13%          |
| Варчев Мениджинг Къмпани ЕАД          | 1 182.1                          | 0.25%          |
| ДСК Управление на Активи АД           | 46 406.1                         | 9.88%          |
| Експат Асет Мениджмънт ЕАД            | 3 939.6                          | 0.84%          |
| Елана Фонд Мениджмънт АД              | 36 293.9                         | 7.72%          |
| Златен Лев Капитал АД                 | 5 987.0                          | 1.27%          |
| Инвест Кепитъл ЕАД                    | 712.8                            | 0.15%          |
| Инвест Фонд Мениджмънт ЕАД            | 2 147.6                          | 0.46%          |
| Интеркарт инвестмънтс АД              | -                                | -              |
| Капман Асет Мениджмънт АД             | 14 181.1                         | 3.02%          |
| Карол Капитал Мениджмънт ЕАД          | 16 987.8                         | 3.62%          |
| Компас Инвест АД                      | 2 800.4                          | 0.60%          |
| КТБ Асет Мениджмънт АД                | 3 359.4                          | 0.71%          |
| Ню Уей Асет Мениджмънт АД             | -                                | -              |
| ОББ Асет Мениджмънт АД                | 17 308.6                         | 3.68%          |
| Общинска Банка Асет Мениджмънт АД     | 5 965.6                          | 1.27%          |
| ПФБК Асет Мениджмънт АД               | 3 070.6                          | 0.65%          |
| Райфайзен Асет Мениджмънт България АД | 148 883.3                        | 31.68%         |
| Реал Финанс Асет Мениджмънт АД        | 22 186.1                         | 4.72%          |
| Селект Асет Мениджмънт ЕАД            | 10 150.9                         | 2.16%          |
| Сентинел Асет Мениджмънт АД           | 3 852.4                          | 0.82%          |
| Стандарт Асет Мениджмънт АД           | 4 406.2                          | 0.94%          |
| Статус Капитал АД                     | 6 394.3                          | 1.36%          |
| Съгласие Асет Мениджмънт АД           | 11 423.9                         | 2.43%          |
| ТиБи Ай Асет Мениджмънт ЕАД           | 4 968.5                          | 1.06%          |
| БенчМарк Асет Мениджмънт АД           | 9 434.1                          | 2.01%          |
| Ултура Капитал Мениджмънт ЕАД         | -                                | -              |
| ЦКБ Асетс Мениджмънт ЕАД              | 34 886.3                         | 7.42%          |
| ЮГ Маркет Фонд Мениджмънт АД          | 2 350.1                          | 0.50%          |
| <b>ОБЩО</b>                           | <b>469 891.8</b>                 | <b>100.00%</b> |

## ДАННИ И ОГРАНИЧИТЕЛНИ УСЛОВИЯ

Всички дружества, предмет на настоящото емпирично изследване са с история на съществуване от поне една година и съответно имат исторически котировки за минимум година назад. Представянето им е разглеждано за периода от 31.12.2010 г. до 31.12.2011 година. За основа на изследването използваме седмични стойности за нетна стойност на активите на дял (НСА/дял), определени в последния работен ден от седмицата или в последния ден в който се изчислява този показател. В случаите, когато през дадена седмица от периода няма калкулирана стойност за НСА/дял за стойност на показателя през съответната седмица, ползваме приетата стойност от предходната седмица (последната публикувана стойност за НСА/дял от предходната седмица).

За целите на изследването приемаме, че характеристиките на пазарен портфейл се въплъщават в индекса MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA. Причините за изключване на руския пазар се крият основно в размерите и характеристиките му. Сериозният брой големи публични руски компании, работещи в почти всички важни сектори, както и силният интерес на инвеститорите към тях много често изкривява цялостното представяне на индекса в който са включени. Измененията в котировките на техните акции натежават в общата постигната доходност и риск и по този начин поставят под съмнение ефективността и безпристрастността на индекса, в който присъстват.

Следвайки желанието ни да се придържаме към идеята за ефективност на пазара и да се водим по широк, географски и секторно диверсифициран индекс, покриващ държавите в които най-често инвестират разглежданите КИС, приемаме, че MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA е оптималният избор.

Резонен е въпросът дали този индекс е подходящ репер за представянето на ПФБК Восток, например, който инвестира само в акции от компании от бившия СССР. С цел поставянето при равни условия на всички разглеждани схеми и предвид сравнително високата (на фона на останалите разглеждани ДФ) корелация с MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA, която ПФБК Восток показва, считаме, че ползването на споменатия индекс за бенчмарк е допустимо и в този случай.

В продължение, приемаме, че общият риск на еталонния портфейл е целево ниво за риска при разглежданите инвестиционни схеми от всички групи, т.е. целевият коефициент бета на всеки фонд от тези групи е 1.0. За безрискова норма на възвръщаемост приемаме доходността постигната на първичен пазар от емисия едногодишни български ДЦК, ISIN BG3010110008, с дата на първо откриване 8 декември 2010 г. и с матуритет 8 декември 2011 година. Емисията постигна средна доходност от 2.39%.

Както споменахме, с това издание въвеждаме малка корекция в методологията от 2010 година. Тези „настройки“ засягат най-вече еталонните (базисните) портфейли с които сравняваме всеки от подсекторите. Фондовете от групата на високорисковите схеми са сравнявани с портфейл, съставен от 100% индекса MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA; балансираните КИС са сравнявани с портфейл, изграден от равни части (50%/50%) индекса MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA и безрисковия актив ДЦК – BG3010110008; нискорисковите ДФ и тези инвестиращи в инструменти на паричния пазар са оценявани по портфейл съставен от съответно (10%/90%) MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA и безрисковия актив BG3010110008.

В допълнение, при изчисляването на Information ratio за всеки от фондовете сравняваме генерираната възвръщаемост с тази на бенчмарка за съответната група – със 100% MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA за рисковите и високорисковите; с 50%/50% MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA и BG3010110008 за балансираните схеми и с 10%/90% MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA и BG3010110008 за нискорисковите фондове и тези на паричен пазар. При изчисляване на полу-стандартното отклонение в коефициента на Sortino, за целево ниво на доходност използваме средния размер на лихвения процент по безсрочни депозити за домакинствата. Според статистиката на Българска народна банка, към 31.12.2011 г. стойността на този лихвен процент е 3.67%.

## МЕТОДОЛОГИЯ

Коректната и пълна оценка на доходността и риска на дадена колективна инвестиционна схема и в частност на договорен фонд е широко дискутиран проблем във финансовите среди. Съществуват редица изследвания по темата, засягащи представянето на фондове, инвестиращи и търгуващи на развитите финансови пазари. Независимо от липсата на систематични и актуални проучвания за развиващите се пазари и в частност за българския фондов пазар правилният анализ и оценка на портфейлното представяне са от съществена важност за практическия портфолио мениджмънт.

Както и при предишното издание, проучваме и класираме разглежданите КИС основно по метода на *Eugene Fama*<sup>1,2</sup>, но прилагаме и стандартни коефициенти, оценяващи качествата на портфейлното управление. Такива са коефициентите на Sharpe, Treynor, Sortino, Jensen's alpha, Information ratio.

Подробно обяснение на използваната актуализирана методология можете да намерите на интернет страницата на Асоциация на инвестиционните мениджъри в България (БИМА), в секция „Документи” ([www.bima.bg](http://www.bima.bg)).

## ФОНДОВЕ В АКЦИИ И ВИСОКОРИСКОВИ ВЗАИМНИ ФОНДОВЕ

В настоящото резюме сме разгледали 44 взаимни фонда, менажирани от български управляващи дружества и инвестиращи предимно в акции и високорискови активи. Спрямо предходната година сме включили 4 нови фонда, които междуременно са достигнали едногодишна история на своите котировки. Това са – Елана Глобален фонд Акции, ОББ Премиум Евро акции, ПФБК Восток и Статус Глобал ETFs.

Към края на 2011 г. нетната стойност на активите под управление в този подсектор достига 136 милиона лева.

В таблица 2 сме поместили класиране на фондовете от групата, подредени според реализираната доходност за 2011 година.

Табл. 2

| Договорен фонд                         | Доходност | Общ риск $\sigma$ | Бета с MSCI | Рискова премия | Промяна места* |
|--|-----------|-------------------|-------------|----------------|----------------|
| Общинска Банка фонд Перспектива        | 7.51%     | 0.043             | -0.08       | 0.051          | ↑ 3            |
| ОББ Патримониум Земя                   | 7.46%     | 0.038             | 0.03        | 0.051          | ↑ 11           |
| Алфа Индекс имоти                      | 4.50%     | 0.093             | 0.06        | 0.021          | ↑ 27           |
| КТБ Фонд Акции                         | 3.34%     | 0.052             | 0.09        | 0.010          | ↑ 5            |
| ЦКБ Лидер                              | 2.90%     | 0.095             | 0.04        | 0.005          | ↑ 6            |
| Аврора Кепитъл Югоизточна Европа (EUR) | 1.21%     | 0.001             | 0.00        | -0.012         | ↑ 12           |
| Сомони Прогрес                         | 0.57%     | 0.044             | 0.03        | -0.018         | ↑ 29           |
| Елана Глобален фонд акции (EUR)        | 0.30%     | 0.052             | 0.09        | -0.021         | n/a            |
| ОББ Премиум Евро акции (EUR)           | -0.35%    | 0.003             | 0.00        | -0.027         | n/a            |
| Реалфинанс Високодоходен фонд          | -1.53%    | 0.131             | 0.02        | -0.039         | ↑ 16           |
| БенчМарк фонд 4                        | -1.80%    | 0.199             | 0.34        | -0.042         | ↑ 9            |
| Юг Маркет Максимум                     | -4.01%    | 0.069             | 0.09        | -0.064         | ↑ 9            |
| Съгласие Профит                        | -4.75%    | 0.112             | 0.03        | -0.071         | ↑ 22           |
| Астра Плюс                             | -4.80%    | 0.103             | 0.27        | -0.072         | ↑ 10           |
| Болкан Кепитъл – ДФ Европа             | -5.99%    | 0.074             | 0.10        | -0.084         | ↑ 16           |
| Ти Би Ай Динамик                       | -6.04%    | 0.091             | 0.15        | -0.084         | ↑ 6            |
| ОББ Премиум                            | -6.73%    | 0.128             | 0.21        | -0.091         | ↓ 2            |
| Болкан Кепитъл – ДФ Балкани            | -9.84%    | 0.051             | 0.06        | -0.122         | ↑ 15           |
| Алфа избрани акции                     | -10.14%   | 0.151             | 0.27        | -0.125         | ↔              |
| Капман Макс                            | -10.92%   | 0.255             | 0.17        | -0.133         | ↑ 21           |
| Елана Високодоходен фонд               | -11.71%   | 0.087             | 0.09        | -0.141         | ↑ 13           |
| Инвест Актив                           | -12.28%   | 0.147             | 0.16        | -0.147         | ↑ 21           |
| Аврора Кепитъл Глобал Комодити фонд    | -13.08%   | 0.143             | 0.13        | -0.155         | ↓ 15           |
| Златен лев индекс 30                   | -13.12%   | 0.136             | 0.20        | -0.155         | ↑ 16           |
| ДСК Растеж                             | -13.16%   | 0.113             | 0.18        | -0.156         | ↓ 2            |
| Статус Глобал ETFs (EUR)               | -14.46%   | 0.179             | 0.21        | -0.169         | n/a            |
| БенчМарк фонд 5                        | -14.97%   | 0.188             | 0.30        | -0.174         | ↓ 24           |
| Актив Високодоходен                    | -15.82%   | 0.123             | 0.11        | -0.182         | ↑ 9            |
| Аванс Инвест                           | -16.26%   | 0.120             | 0.11        | -0.187         | ↑ 13           |

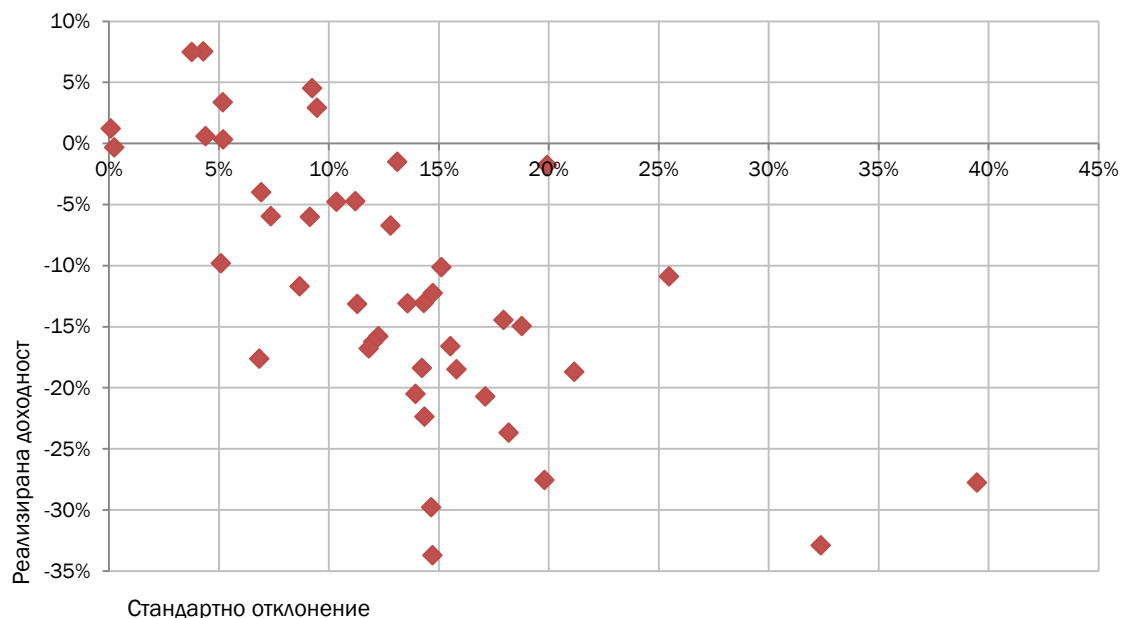


|  |         |       |      |        |      |
|--|---------|-------|------|--------|------|
| Алфа Индекс топ 20                     | -16.63% | 0.155 | 0.14 | -0.190 | ↑ 9  |
| БенчМарк фонд 3                        | -16.79% | 0.118 | 0.02 | -0.192 | ↑ 13 |
| Експат Нью Юръп Стокс                  | -17.64% | 0.069 | 0.11 | -0.200 | ↓ 20 |
| БенчМарк фонд 2                        | -18.41% | 0.142 | 0.15 | -0.208 | ↓ 8  |
| Адванс Източна Европа (EUR)            | -18.50% | 0.158 | 0.30 | -0.209 | ↓ 32 |
| ПИБ Авангард                           | -18.71% | 0.212 | 0.37 | -0.211 | ↓ 29 |
| Райфайзен (България) фонд Акции        | -20.53% | 0.140 | 0.37 | -0.229 | ↓ 7  |
| КД Акции                               | -20.74% | 0.171 | 0.44 | -0.231 | ↓ 23 |
| Статус Нови акции                      | -22.39% | 0.144 | 0.21 | -0.248 | ↓ 28 |
| Адванс IPO (EUR)                       | -23.69% | 0.182 | 0.32 | -0.261 | ↓ 38 |
| Статус Финанси                         | -27.58% | 0.198 | 0.39 | -0.300 | ↓ 23 |
| Варчев Високодоходен фонд              | -27.78% | 0.395 | 0.28 | -0.302 | ↓ 13 |
| Стандарт инвестмънт Високодоходен фонд | -29.81% | 0.147 | 0.15 | -0.322 | ↓ 10 |
| ПФБК Восток                            | -32.92% | 0.324 | 0.44 | -0.353 | n/a  |
| Стандарт инвестмънт Международен фонд  | -33.73% | 0.147 | 0.27 | -0.361 | ↓ 37 |

Източник: Българска асоциация на управляващите дружества (БАУД); Интернет страници на дружествата; Комисия за финансов надзор (КФН); БИМА  
(\* ) Стойностите за промяна в местата са стандартизирани

От горната таблица е видно, че за 2011 г. положителна доходност постигат фонд мениджърите на 8 фонда или едва 18% от групата (спрямо 18 фонда или 45% за 2010 г.). Същевременно 5 от фондовете (малко над 11% от общо разглежданите) успяват да победят безрисковия ни бенчмарк.

Фиг. 2



В процеса на анализ и оценка на портфейлното представяне, отново следваме метода на Fama, според който декомпозираме реализираната доходност на две основни части, т.е. разглеждаме постигнатия резултат (рисковата премия) като съвкупност от два основни източника, генериращи печалба (възвръщаемост) за вложилите в съответния фонд. Тези фактори на реализираната доходност са:

- Доходност от селекция, представляваща възвръщаемост на инвестиционния портфейл, генерирана от способностите на портфейлния мениджър да подбира и включва в портфейла си „най-добрите“ акции, които са котираны на пазара,  
и
- Доходност породена от способността на мениджъра да анализира и предвижда основния пазарен тренд. Тази, втора част от общата рискова премия на фонда, дава представа за поетия от портфолио мениджъра допълнителен риск.

В таблица 3 сме представили декомпозираните стойности за постигнатата доходност за всеки от фондовете.

Табл. 3

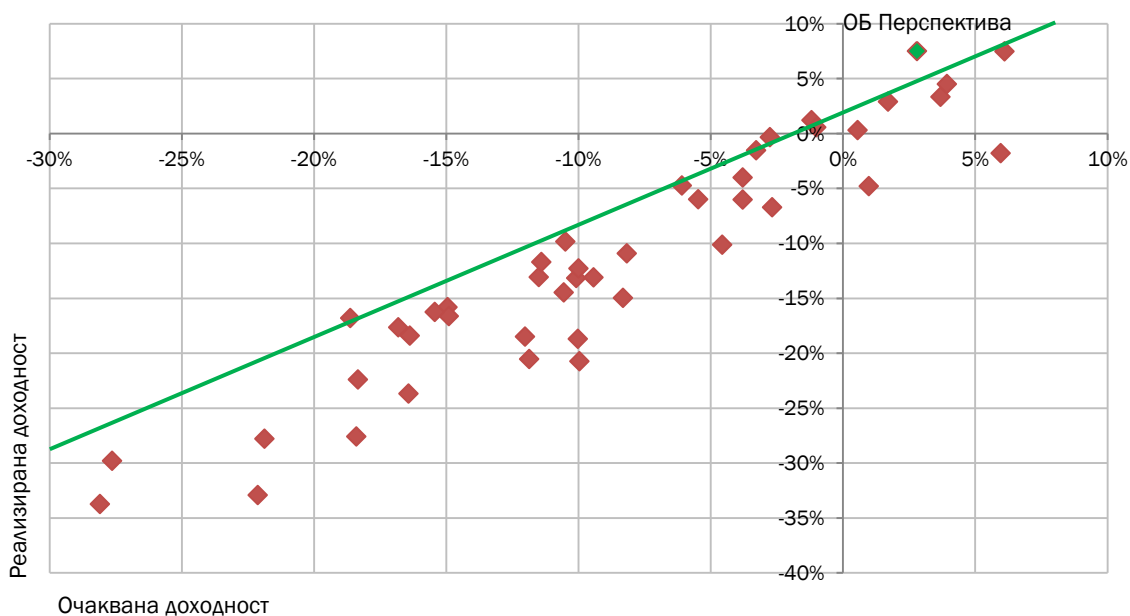
| Договорен фонд                         | Историческа доходност | Безрискова доходност | Рискова премия | Доходност от селекция | Доходност от дивер. | Доходност от нетна селекция | Доходност от поемане на риск | Доходност от мен. риск | Доходност от инв. риск |
|--|-----------------------|----------------------|----------------|-----------------------|---------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------|
| Общинска Банка фонд Перспектива        | 7.51%                 | 2.39%                | 0.051          | 0.028                 | -0.073              | 0.101                       | 0.023                        | 0.324                  | -0.300                 |
| ОББ Патримониум Земя                   | 7.46%                 | 2.39%                | 0.051          | 0.061                 | -0.033              | 0.094                       | -0.010                       | 0.290                  | -0.300                 |
| Алфа Индекс имоти                      | 4.50%                 | 2.39%                | 0.021          | 0.039                 | -0.089              | 0.128                       | -0.018                       | 0.282                  | -0.300                 |
| КТБ Фонд Акции                         | 3.34%                 | 2.39%                | 0.010          | 0.037                 | -0.033              | 0.070                       | -0.027                       | 0.273                  | -0.300                 |
| ЦКБ Лидер                              | 2.90%                 | 2.39%                | 0.005          | 0.017                 | -0.098              | 0.115                       | -0.012                       | 0.288                  | -0.300                 |
| Аврора Кепитъл Югоизточна Европа (EUR) | 1.21%                 | 2.39%                | -0.012         | -0.012                | -0.001              | -0.011                      | 0.000                        | 0.300                  | -0.300                 |
| Сомони Прогрес                         | 0.57%                 | 2.39%                | -0.018         | -0.010                | -0.043              | 0.033                       | -0.008                       | 0.292                  | -0.300                 |
| Елана Глобален фонд акции (EUR)        | 0.30%                 | 2.39%                | -0.021         | 0.006                 | -0.034              | 0.039                       | -0.026                       | 0.274                  | -0.300                 |
| ОББ Премиум Евро акции (EUR)           | -0.35%                | 2.39%                | -0.027         | -0.028                | -0.003              | -0.024                      | 0.000                        | 0.300                  | -0.300                 |
| Реалфинанс Високодоходен фонд          | -1.53%                | 2.39%                | -0.039         | -0.033                | -0.146              | 0.113                       | -0.006                       | 0.294                  | -0.300                 |
| БенчМарк фонд 4                        | -1.80%                | 2.39%                | -0.042         | 0.060                 | -0.129              | 0.189                       | -0.102                       | 0.199                  | -0.300                 |
| Юг Маркет Максимум                     | -4.01%                | 2.39%                | -0.064         | -0.038                | -0.054              | 0.016                       | -0.026                       | 0.274                  | -0.300                 |
| Съгласие Профит                        | -4.75%                | 2.39%                | -0.071         | -0.061                | -0.119              | 0.059                       | -0.010                       | 0.290                  | -0.300                 |
| Астра Плюс                             | -4.80%                | 2.39%                | -0.072         | 0.010                 | -0.038              | 0.048                       | -0.082                       | 0.219                  | -0.300                 |
| Болкан Кепитъл – ДФ Европа             | -5.99%                | 2.39%                | -0.084         | -0.055                | -0.056              | 0.001                       | -0.029                       | 0.271                  | -0.300                 |
| Ти Би Ай Динамик                       | -6.04%                | 2.39%                | -0.084         | -0.038                | -0.060              | 0.022                       | -0.046                       | 0.254                  | -0.300                 |
| ОББ Премиум                            | -6.73%                | 2.39%                | -0.091         | -0.027                | -0.084              | 0.057                       | -0.065                       | 0.236                  | -0.300                 |
| Болкан Кепитъл – ДФ Балкани            | -9.84%                | 2.39%                | -0.122         | -0.105                | -0.042              | -0.063                      | -0.017                       | 0.283                  | -0.300                 |
| Алфа Избрани акции                     | -10.14%               | 2.39%                | -0.125         | -0.046                | -0.096              | 0.050                       | -0.080                       | 0.221                  | -0.300                 |
| Капман Макс                            | -10.92%               | 2.39%                | -0.133         | -0.082                | -0.244              | 0.162                       | -0.051                       | 0.249                  | -0.300                 |
| Елана Високодоходен фонд               | -11.71%               | 2.39%                | -0.141         | -0.114                | -0.073              | -0.040                      | -0.027                       | 0.273                  | -0.300                 |
| Инвест Актив                           | -12.28%               | 2.39%                | -0.147         | -0.100                | -0.124              | 0.024                       | -0.047                       | 0.254                  | -0.300                 |
| Аврора Кепитъл Глобал Комодити фонд    | -13.08%               | 2.39%                | -0.155         | -0.115                | -0.126              | 0.011                       | -0.040                       | 0.260                  | -0.300                 |
| Златен лев Индекс 30                   | -13.12%               | 2.39%                | -0.155         | -0.094                | -0.097              | 0.002                       | -0.061                       | 0.240                  | -0.300                 |
| ДСК Растеж                             | -13.16%               | 2.39%                | -0.156         | -0.101                | -0.076              | -0.025                      | -0.055                       | 0.246                  | -0.300                 |

|  |         |       |        |        |        |        |        |       |        |
|--|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Статус Глобал ETFs (EUR)               | -14.46% | 2.39% | -0.169 | -0.106 | -0.145 | 0.039  | -0.063 | 0.237 | -0.300 |
| БенчМарк фонд 5                        | -14.97% | 2.39% | -0.174 | -0.083 | -0.127 | 0.044  | -0.090 | 0.210 | -0.300 |
| Активна Високодоходен                  | -15.82% | 2.39% | -0.182 | -0.149 | -0.109 | -0.040 | -0.033 | 0.268 | -0.300 |
| Адванс Инвест                          | -16.26% | 2.39% | -0.187 | -0.154 | -0.107 | -0.047 | -0.032 | 0.268 | -0.300 |
| Алфа Индекс топ 20                     | -16.63% | 2.39% | -0.190 | -0.149 | -0.139 | -0.010 | -0.041 | 0.259 | -0.300 |
| БенчМарк фонд 3                        | -16.79% | 2.39% | -0.192 | -0.186 | -0.131 | -0.055 | -0.006 | 0.295 | -0.300 |
| Експлат Нью Юръп Стокс                 | -17.64% | 2.39% | -0.200 | -0.168 | -0.047 | -0.121 | -0.032 | 0.268 | -0.300 |
| БенчМарк фонд 2                        | -18.41% | 2.39% | -0.208 | -0.164 | -0.121 | -0.043 | -0.044 | 0.256 | -0.300 |
| Адванс Източна Европа (EUR)            | -18.50% | 2.39% | -0.209 | -0.120 | -0.094 | -0.026 | -0.089 | 0.212 | -0.300 |
| ПИБ Авангард                           | -18.71% | 2.39% | -0.211 | -0.100 | -0.134 | 0.034  | -0.111 | 0.190 | -0.300 |
| Райфайзен (България) фонд Акции        | -20.53% | 2.39% | -0.229 | -0.119 | -0.051 | -0.068 | -0.111 | 0.190 | -0.300 |
| КД Акции                               | -20.74% | 2.39% | -0.231 | -0.100 | -0.066 | -0.033 | -0.132 | 0.168 | -0.300 |
| Статус Нови акции                      | -22.39% | 2.39% | -0.248 | -0.183 | -0.102 | -0.082 | -0.065 | 0.236 | -0.300 |
| Адванс IPO (EUR)                       | -23.69% | 2.39% | -0.261 | -0.164 | -0.114 | -0.050 | -0.097 | 0.204 | -0.300 |
| Статус Финанси                         | -27.58% | 2.39% | -0.300 | -0.184 | -0.114 | -0.070 | -0.116 | 0.185 | -0.300 |
| Варчев Високодоходен фонд              | -27.78% | 2.39% | -0.302 | -0.219 | -0.374 | 0.155  | -0.083 | 0.217 | -0.300 |
| Стандарт инвестмънт Високодоходен фонд | -29.81% | 2.39% | -0.322 | -0.276 | -0.124 | -0.152 | -0.046 | 0.255 | -0.300 |
| ПФБК Восток                            | -32.92% | 2.39% | -0.353 | -0.221 | -0.243 | 0.022  | -0.132 | 0.168 | -0.300 |
| Стандарт инвестмънт Международен фонд  | -33.73% | 2.39% | -0.361 | -0.281 | -0.090 | -0.191 | -0.080 | 0.220 | -0.300 |

Източник: БИМА

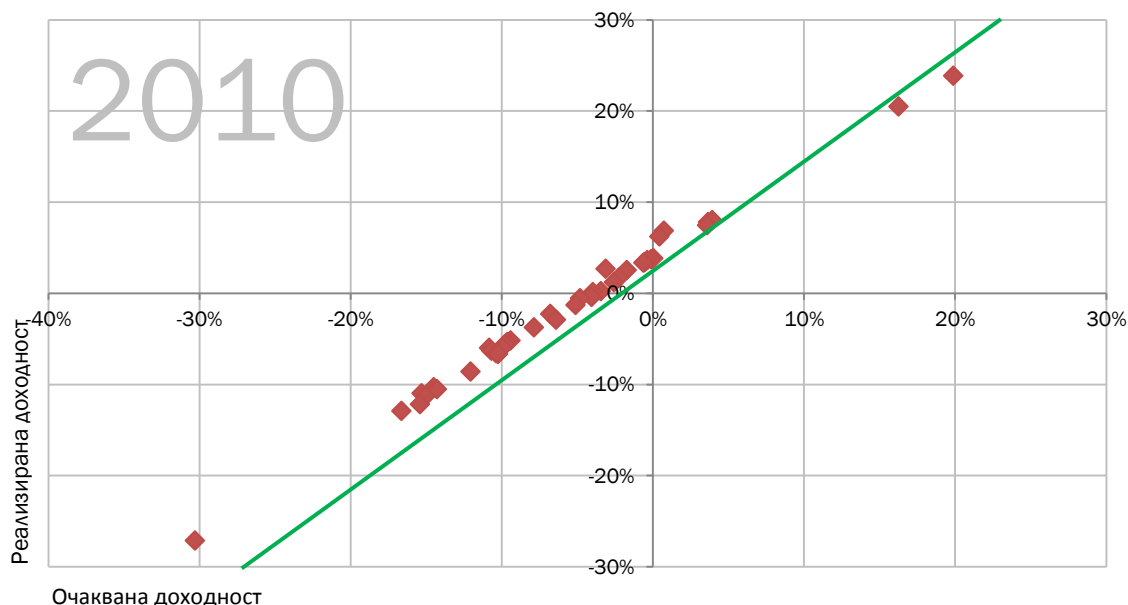
Доходността от селекция е основен критерий, по който определяме доколко един портфейл е управляван успешно. В общия случай тя показва дали даден портфейл се представя по-добре в сравнение с наивно избран такъв, при съответно спазване на същото ниво на риск. Също така, този показател измерва *ex-post* доколко портфейлът се отклонява от пазарната линия и до голяма степен дава сходна информация с коефициента на Треупор.

Фиг. 3



На фигура 3 е показана съпоставка на доходността от селекция, спрямо общата генерирана рискова премия. В сравнение с 2010 година (фигура 4) през изминалия период виждаме и по-силна разпръснатост на очакваните/генерирани възвръщаемости. Очевидно е, че през 2011 година фонд мениджърите масово са увеличили дела на акциите в портфейлите на своите ДФ и тази допълнителна диверсификация се е отразила върху общия риск на схемите.

Фиг. 4



За съжаление, почти всички КИС от групата генерират отрицателна доходност от поетия допълнителен риск през изминалия период (вж. таблица 3 – Доходност от риск). Само един фонд – Перспектива на Общинска банка показва положителна, ненулева стойност за този показател.

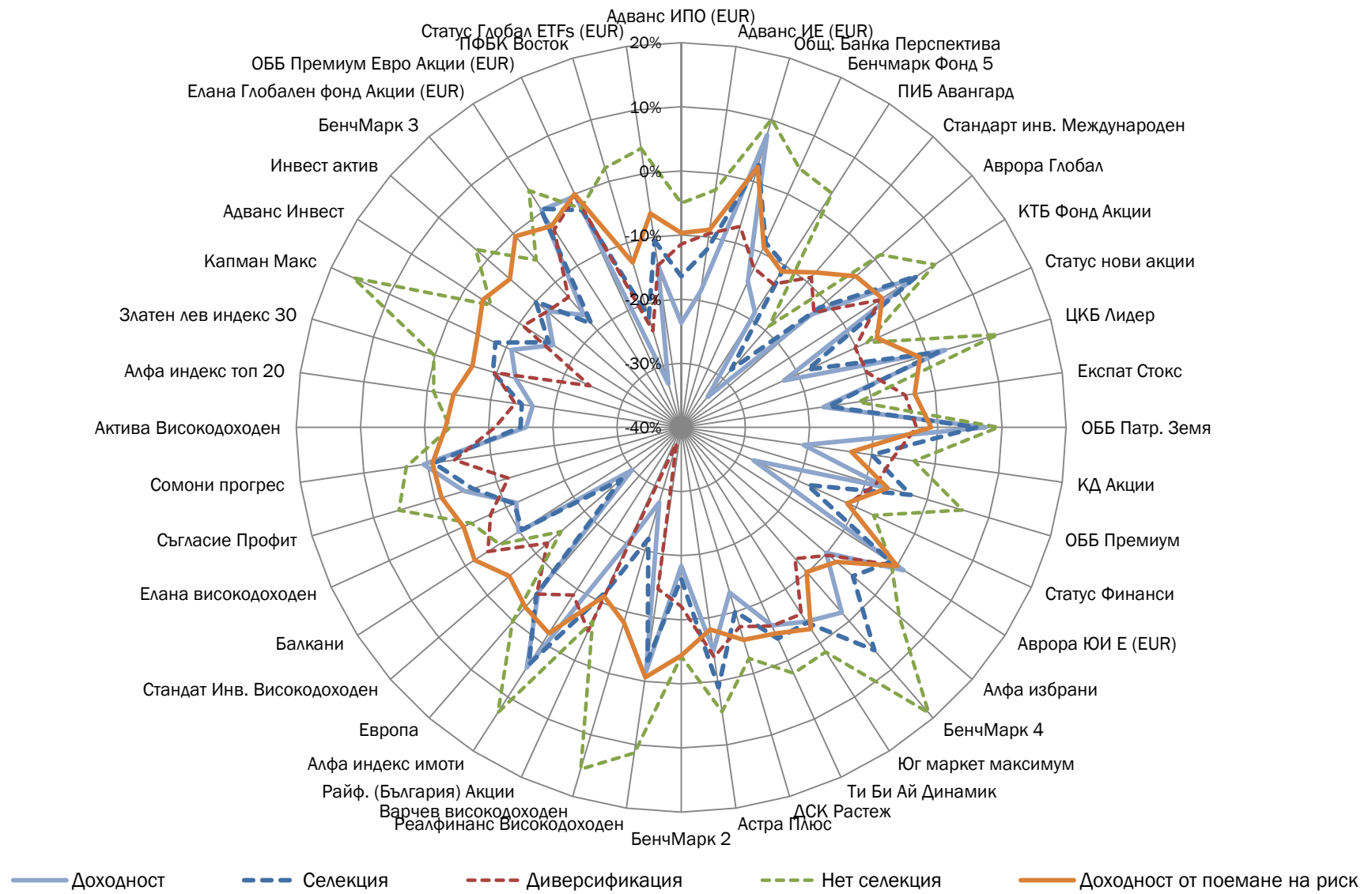
За да видим как е структурирана доходността от селекция продължаваме с декомпозирането ѝ. В случай, че общият риск на портфейла е равен на систематичния му риск, то можем да твърдим, че портфейлът на дадения фонд е перфектно диверсифициран спрямо пазарния ни бенчмарк и портфолио мениджърът не трябва да генерира допълнителна доходност, с която да възнагради инвеститорите (да оправдае липсата на диверсификация). Доходността на съответния портфейл (фонд) ще корелира идеално с представянето на индекса/бенчмарка. Във всеки случай, различен от горния, т.е.  $\sigma_p/\sigma_m \neq \beta_p$ , портфолио мениджърът трябва да генерира допълнителна доходност над тази на наивно избран портфейл със същия риск (еталона, пазарния портфейл).

На фигура 5 сме представили графично декомпозираните възвръщаемости за всеки фонд. Това са: доходността от диверсификация; доходността от нетна селекция; общата доходност от селекция; доходността от поемането на риск и реализираната историческа доходност.

От тази изключително нагледна графика можем да забележим веднага няколко ключови момента:

- ❖ При текущите пазарни условия и при съответното ниво на поет от портфолио мениджърите риск, почти всички от разглежданите инвестиционни схеми са позиционирани в рамки, в които няма как да генерират положителна доходност за своите инвеститори. Виждаме, че доходността от поемане на риск е с положителна стойност само за ДФ Перспектива на Общинска банка. При други два фонда – ОББ Премиум Евро акции и Аврора ЮИЕ тези стойностите са практически нулеви;

Фиг. 5



- ❖ Всички разглеждани фондове отчитат негативни стойности за доходност от диверсификация, т.е. за всеки от избраните инвестиционни портфейли (при избраното от портфолио мениджърите ниво на риск) съответната стойност може да бъде интерпретирана като пропуснатата възможност за реализиране на доходност при поетото ниво на риск;
- ❖ Инвестиционните схеми отчитащи положителна доходност от нетна селекция, компенсират в определена степен тази негативна тенденция. Това е така, тъй като само когато доходността от нетна селекция е значително по-голяма от доходността от диверсификация, можем да твърдим, че инвеститорите са били подобавашо възнаградени за допълнително поетия риск.

Последното е показател за добре управляван портфейл, носещ задоволителна доходност на вложените в него. От фигура 5 е видно, че фонд мениджърите на едва 8 фонда са диверсифицирали успешно портфейлите си и са селектирали „добри“ акции. Тези КИС са: ОББ Патримониум Земя, БенчМарк фонд 4, Алфа Индекс имоти, КТБ Фонд Акции, Общинска Банка – фонд Перспектива, ЦКБ Лидер, Астра Плюс, Елана Глобален фонд Акции (EUR). Всички останали високорискови КИС не постигат необходимата доходност, която да задоволи и обезщети в достатъчна степен вложените в тях.

Високото, положително за всички фондове ниво на поет мениджърски риск ни показва силно положителната нагласа, с която екипите, управляващи КИС са подходили към 2011 г. Това е видно и от далеч по-високите бета коефициенти, които се отчитат, в сравнение с 2010 година. Явно е, че масово очакванията са били за добро представяне на капиталовите пазари през изминалата 2011 г.

Табл. 4

| Договорен фонд                  | Information ratio | Sharpe | Treynor | Sortino | Jensen's $\alpha$ |
|---------------------------------|-------------------|--------|---------|---------|-------------------|
| ОББ Патримониум Земя            | 0.22              | 1.35   | 1.47    | 1.66    | 0.06              |
| КТБ Фонд Акции                  | 0.21              | 0.18   | 0.10    | -0.10   | 0.04              |
| Алфа Индекс имоти               | 0.20              | 0.23   | 0.35    | 0.12    | 0.04              |
| Общинска Банка Перспектива      | 0.19              | 1.19   | -0.66   | 1.19    | 0.03              |
| Елана Глобален фонд Акции (EUR) | 0.19              | -0.40  | -0.24   | -0.84   | 0.01              |
| Астра Плюс                      | 0.19              | -0.69  | -0.26   | -1.04   | 0.01              |
| ЦКБ Лидер                       | 0.18              | 0.05   | 0.13    | -0.17   | 0.02              |
| Аврора ЮИЕ (EUR)                | 0.18              | -13.49 | 67.05   | -6.92   | -0.01             |
| Сомони Прогрес                  | 0.18              | -0.41  | -0.67   | -1.06   | -0.01             |
| ОББ Премиум Евро Акции (EUR)    | 0.17              | -10.60 | 41.75   | -6.49   | -0.03             |
| БенчМарк фонд 4                 | 0.17              | -0.21  | -0.12   | -0.35   | 0.06              |
| Юг маркет Максимум              | 0.16              | -0.92  | -0.74   | -1.35   | -0.04             |
| Ти Би Ай Динамик                | 0.15              | -0.92  | -0.55   | -1.25   | -0.04             |
| ОББ Премиум                     | 0.15              | -0.71  | -0.42   | -1.13   | -0.03             |
| Реалфинанс Високодоходен        | 0.15              | -0.30  | -1.83   | -0.60   | -0.03             |
| Болкан Кепитъл – ДФ Европа      | 0.15              | -1.14  | -0.86   | -1.74   | -0.05             |
| Съгласие Профит                 | 0.14              | -0.64  | -2.04   | -1.16   | -0.06             |
| Алфа Избрани акции              | 0.13              | -0.83  | -0.47   | -1.19   | -0.05             |
| Болкан кепитъл – ДФ Балкани     | 0.12              | -2.40  | -2.11   | -2.86   | -0.10             |
| Елана Високодоходен             | 0.11              | -1.62  | -1.56   | -2.15   | -0.11             |
| ДСК Растеж                      | 0.11              | -1.38  | -0.85   | -1.86   | -0.10             |
| Златен лев Индекс 30            | 0.10              | -1.14  | -0.77   | -1.75   | -0.09             |

|                                  |       |       |        |       |       |
|----------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Инвест Актив                     | 0.10  | -1.00 | -0.94  | -1.27 | -0.10 |
| Аврора Глобал                    | 0.10  | -1.08 | -1.17  | -1.39 | -0.11 |
| Бенчмарк фонд 5                  | 0.09  | -0.92 | -0.58  | -1.23 | -0.08 |
| Капман Макс                      | 0.09  | -0.52 | -0.78  | -0.80 | -0.08 |
| Статус Глобал ETFs (EUR)         | 0.09  | -0.94 | -0.80  | -1.28 | -0.11 |
| Актива Високодоходен             | 0.08  | -1.48 | -1.68  | -2.00 | -0.15 |
| Адванс Инвест                    | 0.08  | -1.55 | -1.74  | -1.90 | -0.15 |
| Експат Нью Юръп Стокс            | 0.07  | -2.92 | -1.87  | -3.28 | -0.17 |
| Алфа Индекс топ 20               | 0.07  | -1.22 | -1.39  | -1.78 | -0.15 |
| Адванс източна Европа (EUR)      | 0.07  | -1.32 | -0.71  | -1.76 | -0.12 |
| БенчМарк фонд 3                  | 0.07  | -1.62 | -10.26 | -2.13 | -0.19 |
| Райфайзен (България) Акции       | 0.07  | -1.64 | -0.62  | -2.20 | -0.12 |
| КД Акции                         | 0.07  | -1.35 | -0.53  | -1.77 | -0.10 |
| ПИБ Авангард                     | 0.06  | -1.00 | -0.57  | -1.39 | -0.10 |
| БенчМарк фонд 2                  | 0.06  | -1.46 | -1.41  | -2.09 | -0.16 |
| Статус Нови акции                | 0.04  | -1.73 | -1.15  | -2.13 | -0.18 |
| Адванс ИПО (EUR)                 | 0.03  | -1.43 | -0.81  | -1.82 | -0.16 |
| Статус Финанси                   | 0.00  | -1.51 | -0.78  | -1.92 | -0.18 |
| Варчев Високодоходен             | 0.00  | -0.76 | -1.09  | -1.23 | -0.22 |
| Стандат инвестмънт Високодоходен | -0.02 | -2.20 | -2.11  | -2.83 | -0.28 |
| ПФБК Восток                      | -0.03 | -1.09 | -0.80  | -1.51 | -0.22 |
| Стандарт инвестмънт Международен | -0.05 | -2.45 | -1.35  | -3.15 | -0.28 |

Източник: БИМА

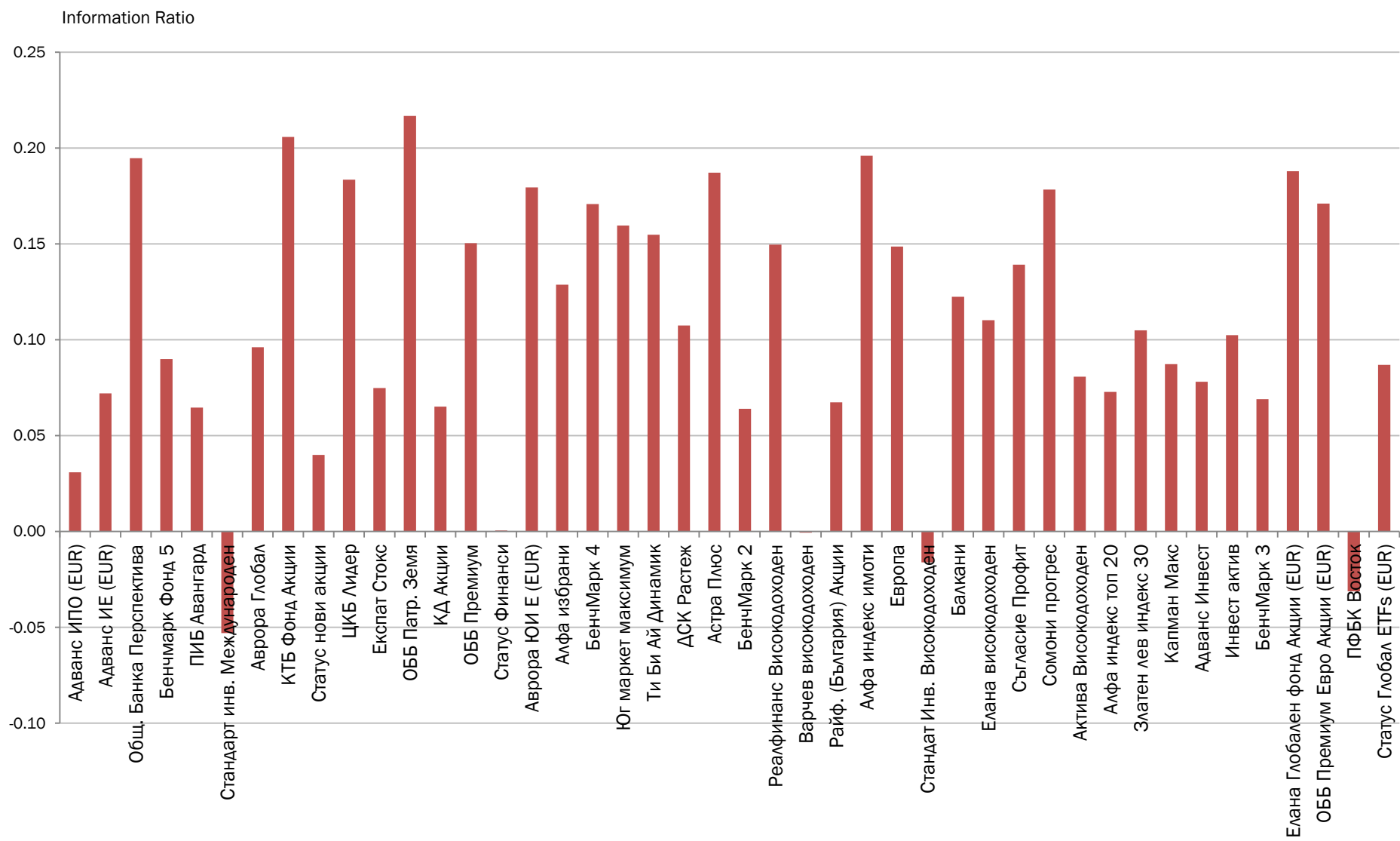
В горната таблица сме подредили фондовете според техните резултати, калкулирани за коефициента *Information ratio*. Този коефициент е важен показател за представянето на портфейл от финансови активи и е един от най-широко ползваните критерии за оценка на фондове. Виждаме, че независимо от втората реализирана историческа доходност, фондът Патримониум земя на ОББ показва най-добър резултат. Веднага след него се нареждат КТБ Фонд Акции, Алфа Индекс имоти и Общинска Банка – фонд Перспектива.

„Имотните“ фондове – Патримониум земя и Алфа Индекс имоти, обаче са с по-лоша диверсификация (техният коефициент по Treynor е по-висок от този по Sharpe). Много възможно е, това да се дължи на тясната инвестиционна рамка в която оперират тези два фонда, тъй като те инвестират предимно в компании от имотния сектор. Но всички знаем, че по-лошата диверсификация носи и по-висок риск за инвеститорите и това дали даден инвеститор ще избере фонд с по-тясна инвестиционна рамка зависи пряко от неговите желания, стратегия и интереси. В общия случай, предпочитанията ни клонят към схеми с по-добре диверсифициран портфейл.

По-високата постигната доходност, по-добрата диверсификация на портфейла и високата стойност по Sortino – втора след тази на фонда на ОББ (Коефициентът на Sortino ни дава информация за нивото на опасност от низходящи движения в цените на дяловете на фонда. Колкото стойността на този коефициент е по-висока, толкова тази опасност е по-малка) извеждат фонд Перспектива на Общинска банка на водеща позиция сред агресивно инвестиращите КИС.

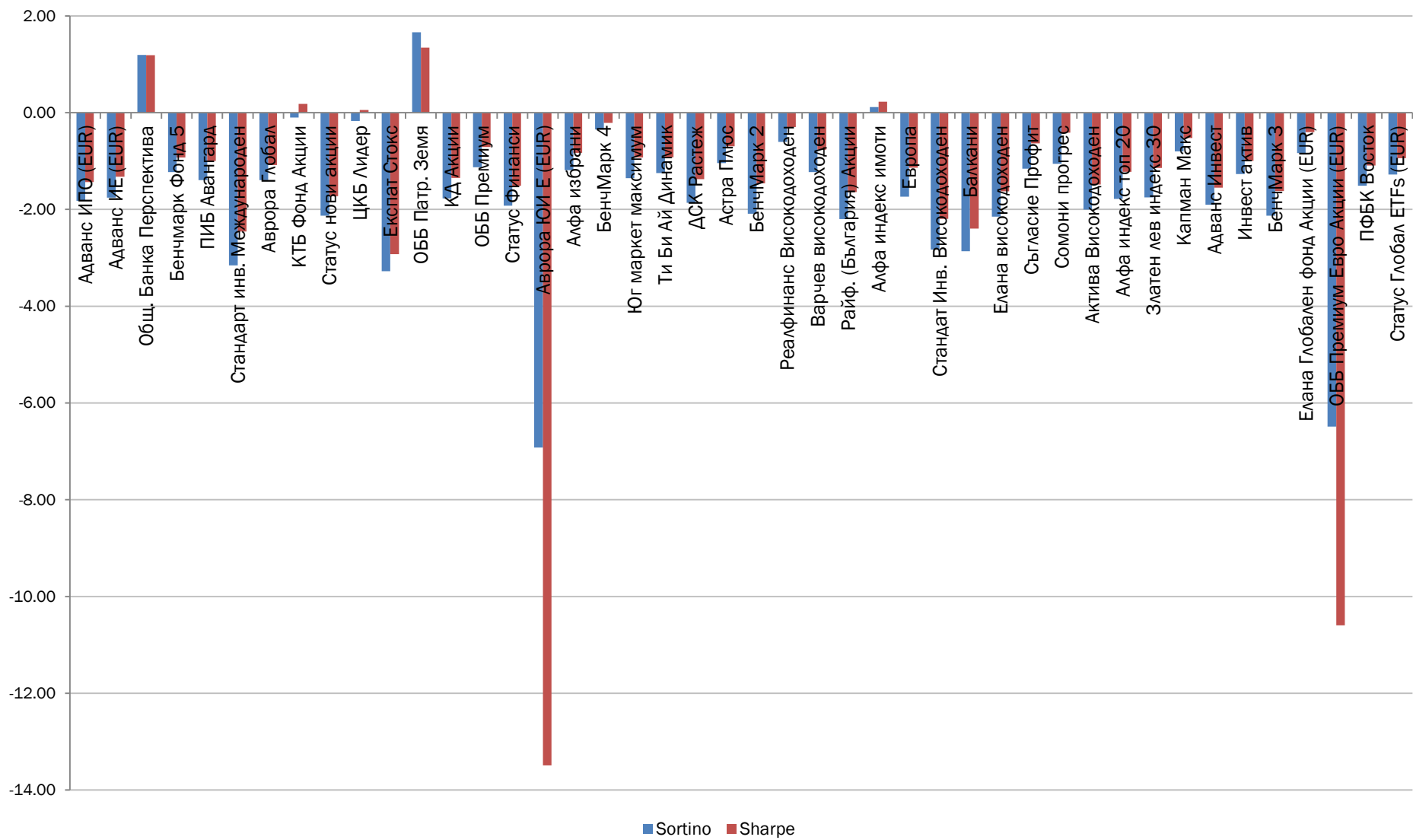
Екипът на Общинска Банка Асет Мениджмънт АД затвърждава успешното си представяне, след като и през 2010 година, фонд „Перспектива“ се нареди сред водещите КИС и се класира на четвърто място със 7.82%.

Фиг. 6





Фиг. 7



## БАЛАНСИРАНИ ФОНДОВЕ

Към 31.12.2011 година, общият размер на активите под управление в групата възлиза на 110 милиона лева.

Разгледали сме 29 КИС, притежаващи балансиран рисков профил и ръководени от български управляващи дружества. В таблица 5 сме поместили класиране на фондовете от групата, подредени според реализираната доходност за 2011 година.

Табл. 5

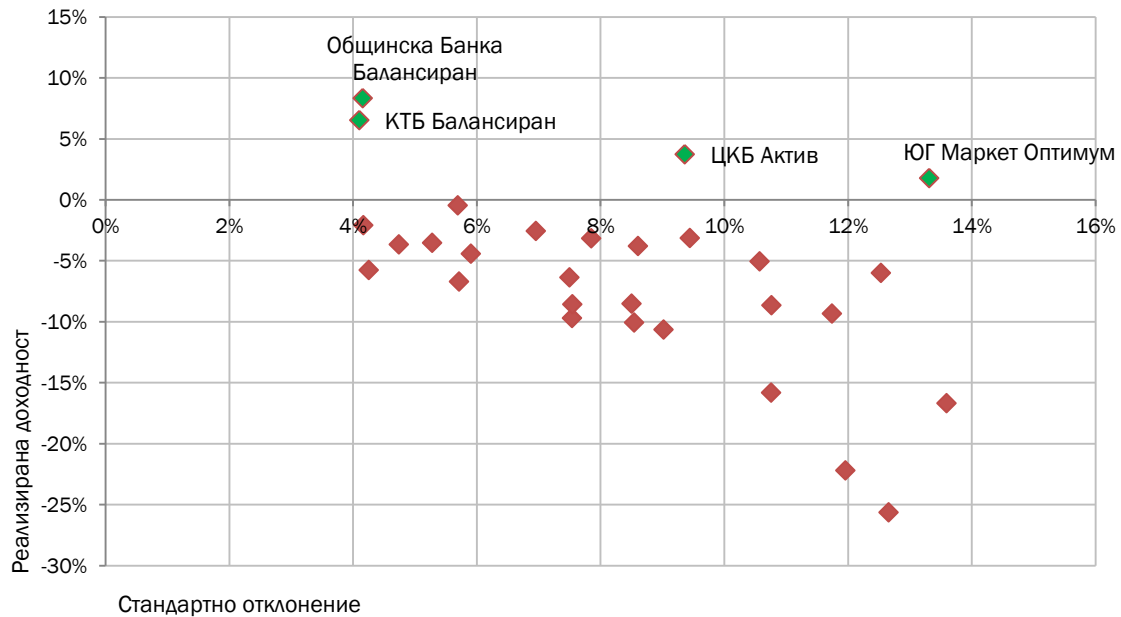
| Договорен фонд                                | Доходност | Общ риск $\sigma$ | Бета с еталона | Рискова премия | Промяна места |
|---|-----------|-------------------|----------------|----------------|---------------|
| Общинска Банка – Балансиран                   | 8.34%     | 0.042             | -0.15          | 0.060          | ↔             |
| КТБ Балансиран                                | 6.54%     | 0.041             | 0.11           | 0.042          | ↔             |
| ЦКБ Актив                                     | 3.74%     | 0.094             | 0.06           | 0.014          | ↔             |
| ЮГ Маркет Оптимум                             | 1.79%     | 0.133             | -0.08          | -0.006         | ↑ 1           |
| Ти Би Ай Съкровище                            | -0.46%    | 0.057             | 0.16           | -0.028         | ↑ 3           |
| Сентинел Принципал                            | -2.09%    | 0.042             | 0.20           | -0.045         | ↔             |
| ОББ фонд Балансиран                           | -2.55%    | 0.070             | 0.23           | -0.049         | ↓ 3           |
| Реал финанс Балансиран                        | -3.13%    | 0.094             | 0.06           | -0.055         | ↑ 12          |
| Астра Баланс                                  | -3.15%    | 0.078             | 0.17           | -0.055         | ↑ 5           |
| ДСК Баланс                                    | -3.53%    | 0.053             | 0.16           | -0.059         | ↑ 2           |
| Експат Нью Юръп Пропъртис                     | -3.65%    | 0.047             | -0.01          | -0.060         | ↑ 6           |
| КД Пеликан                                    | -3.78%    | 0.086             | 0.25           | -0.062         | ↑ 12          |
| Ти Би Ай Хармония                             | -4.42%    | 0.059             | 0.16           | -0.068         | ↔             |
| Съгласие Престиж                              | -5.05%    | 0.106             | 0.06           | -0.074         | ↑ 9           |
| БКМ Консервативно спестовен                   | -5.75%    | 0.043             | -0.02          | -0.081         | ↑ 1           |
| Елана Балансиран доларов (USD)                | -6.01%    | 0.125             | -0.29          | -0.084         | ↓ 5           |
| Капман Капитал                                | -6.36%    | 0.075             | 0.19           | -0.087         | ↑ 10          |
| Елана Балансиран еврофонд                     | -6.72%    | 0.057             | 0.11           | -0.091         | ↑ 3           |
| БенчМарк фонд 1                               | -8.51%    | 0.085             | 0.14           | -0.109         | ↓ 10          |
| Сомони Стратегия                              | -8.57%    | 0.075             | 0.17           | -0.110         | ↑ 6           |
| Инвест Класик                                 | -8.64%    | 0.108             | 0.20           | -0.110         | ↓ 2           |
| Райфайзен (България) Балансиран доларов (USD) | -9.34%    | 0.117             | 0.05           | -0.117         | ↓ 11          |
| Райфайзен (България) Балансиран фонд          | -9.69%    | 0.075             | 0.37           | -0.121         | ↓ 3           |
| ПИБ Класик                                    | -10.07%   | 0.085             | 0.28           | -0.125         | ↓ 16          |
| Златен лев Балансиран фонд                    | -10.65%   | 0.090             | 0.18           | -0.130         | ↓ 7           |
| Активна Балансиран                            | -15.81%   | 0.108             | 0.13           | -0.182         | ↑ 3           |
| Аврора Кепитъл Балансиран фонд                | -16.68%   | 0.136             | 0.47           | -0.191         | ↓ 5           |
| Варчев Балансиран                             | -22.19%   | 0.120             | 0.38           | -0.246         | ↓ 3           |
| Стандарт инвестмънт Балансиран                | -25.63%   | 0.127             | 0.15           | -0.280         | ↓ 1           |

Източник: БАУД; Интернет страници на дружествата; КФН; БИМА

През 2011 г. положителна доходност постигат фонд мениджърите на 4 балансирани фонда или малко под 14% от общата извадка (15 балансирани схеми отчетоха положителна доходност през 2010 година). От споменатите четири схеми с положителен резултат, балансираният фонд на Общинска банка

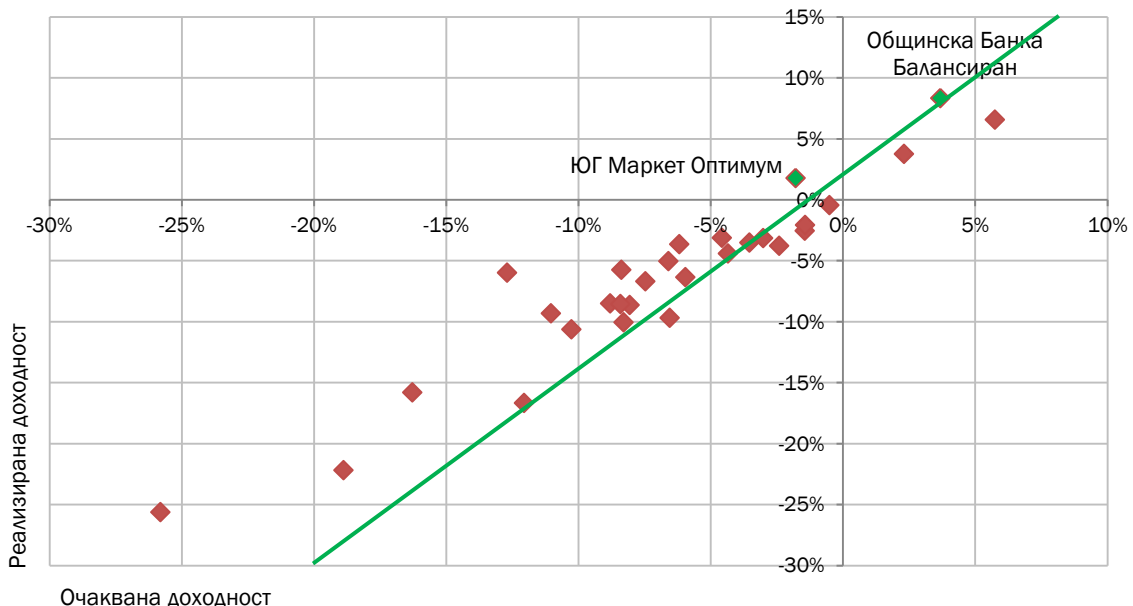
(8.34%); КТБ – фонд Балансиран (6.54%) и ЦКБ Актив (3.74%) побеждават безрисковата норма на възвръщаемост(ДЦК, ISIN BG3010110008, с реализирана доходност 2.39%).

Фиг. 8



В тази класификационна група е силно забележима тенденцията на запазване на позициите на фондовете спрямо предходната 2010 година. Независимо от факта, че като цяло реализираната доходност е значително по-ниска от тази за предходния разглеждан период, близо 1/5 от всички КИС не променят позициите си в общата класация на база историческата доходност. Практически, през 2011 година челната тройка остава същата както и през 2010.

Фиг. 9

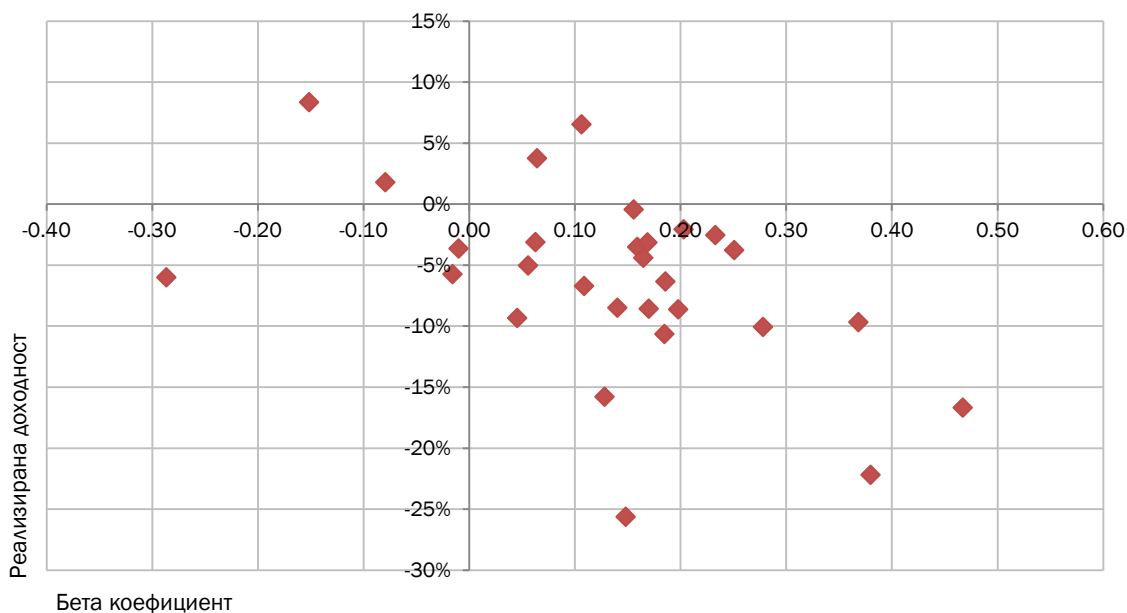


От графиката на фигура 9 виждаме, че очакваната доходност за поетото ниво на риск (доходността от селекция) е с отрицателна стойност за почти всички фондове от групата. Като цяло и тук е налице по-голяма степен на риск, поет от портфолио мениджърите спрямо 2010 година. Само три от фондовете, обаче отчитат положителни стойности за прираст от селекция. Това са вече споменатите

Общинска Банка – Балансиан фонд, КТБ – Балансиран фонд и ЦКБ Актив. Всички останали разгледани участници не възнаграждат в достатъчна степен доверието на инвестиралите в тях.

Голяма част от разглежданите схеми постигат доходност от нетна селекция около и под нулевата и така не успяват да оправдаят рисковите очаквания на своите инвеститори. Същевременно обаче, масово поетият риск не е бил оправдан и едва няколко от разглежданите участници постигат успешна диверсификация на портфейла си.

Фиг. 10

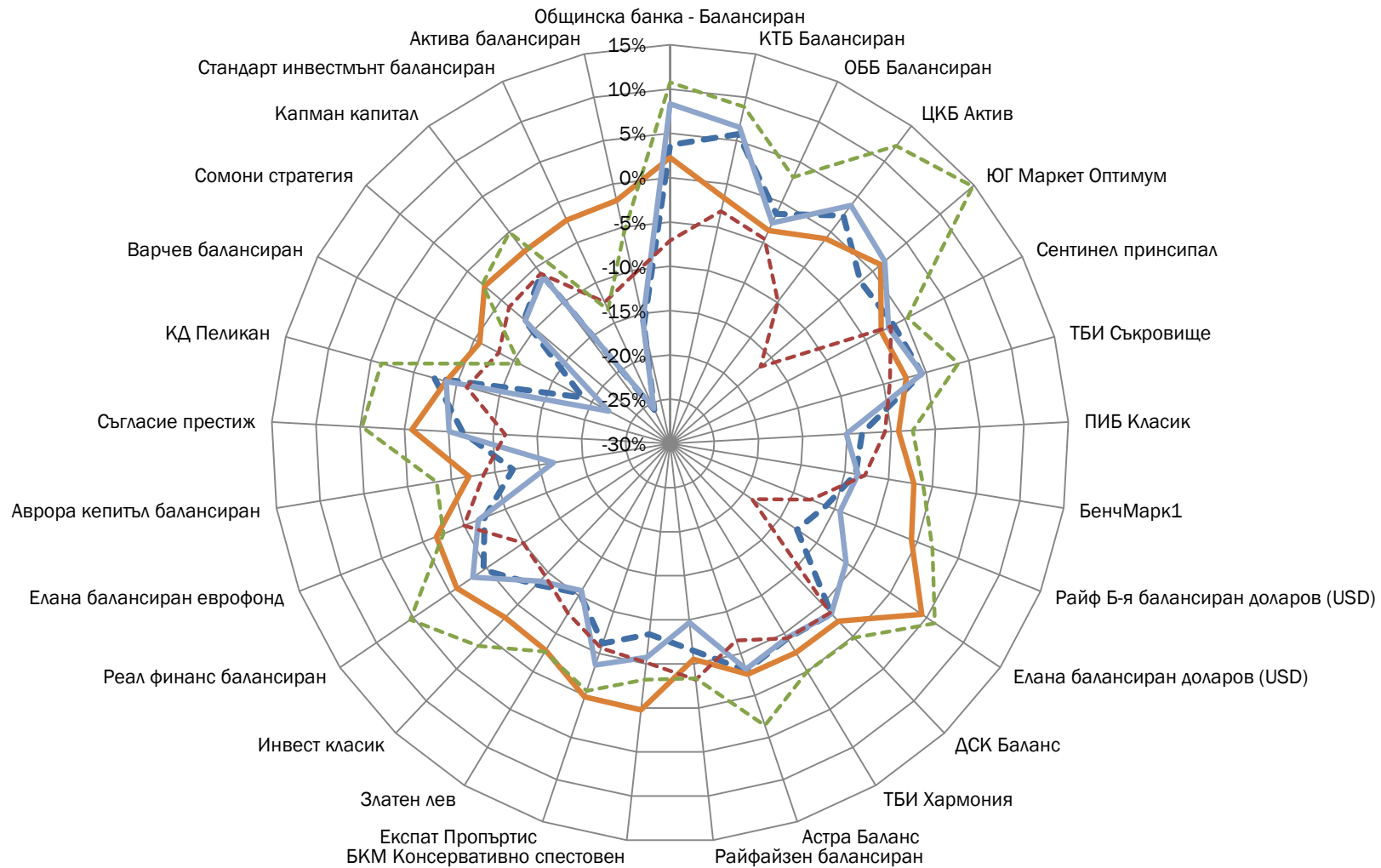


В таблица 6 сме поместили данни за декомпозираните доходности на всички КИС от групата на балансираните инвестиционни схеми, а в таблица 7 – коефициентите на Sharpe, Treynor, Sortino и Jensen's alpha. Изводите, които направихме по-горе при разглеждането на групата на високорисковите КИС важат с пълна сила и тук. Независимо от високите нива на възприет риск от портфолио мениджърите, много малко от разглежданите фондове успяват да възнаградят инвеститорите с ръст, който да бъде съизмерим с потенциалните опасности.

Интересни са резултатите от фигура 11, които наблюдаваме за фондовете ЮГ Маркет Оптимум и Елана Балансиран доларов фонд (в USD), а също и за Райфайзен България Балансиран доларов фонд (също в USD). Докато в случая с колективната инвестиционна схема на ЮГ Маркет Фонд Мениджмънт АД най-високата реализирана доходност от нетна селекция е компенсирана почти напълно от лоша диверсификация на портфейла и резултатната стойност е минимална, то при другите два фонда причината за ниските резултати за доходност от диверсификация са различни. Ясно е, че в тези рекордно ниски стойности е включено и влиянието на валутния риск. Волатилността на щатската валута, в която са котираны дяловете на тези фондове допълнително увеличава стойностите на техните дисперсии.

Действително, валутният риск променя драстично както крайния резултат на фондовете, така и техния риск, а в крайна сметка изменя и представата, която получаваме за начина на управление на двете колективни инвестиционни схеми. Същевременно, тъй като настоящият анализ е насочен специално към българската професионална и инвестиционна общественост считаме, че калкулирането на всички рискове и привеждането на резултатите към българския лев е задължително в следваната от нас методика.

Фиг. 11



- - - Доходност от селекция 
 — Доходност от поемане на риск 
 — Реализирана доходност 
 - - - Доходност от диверсификация 
 - - - Доходност от нетна селекция

Табл. 6

| Договорен фонд                                | Историческа доходност | Безрискова доходност | Рискова премия | Доходност от селекция | Доходност от дивер. | Доходност от нетна селекция | Доходност от мен. риск | Доходност от инв. риск | Доходност от поемане на риск |
|---|-----------------------|----------------------|----------------|-----------------------|---------------------|-----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------------|
| Общинска Банка - Балансиран                   | 8.34%                 | 2.39%                | 0.060          | 0.037                 | -0.071              | 0.108                       | 0.173                  | -0.150                 | 0.023                        |
| КТБ Балансиран                                | 6.54%                 | 2.39%                | 0.042          | 0.057                 | -0.032              | 0.089                       | 0.134                  | -0.150                 | -0.016                       |
| ЦКБ Актив                                     | 3.74%                 | 2.39%                | 0.014          | 0.023                 | -0.099              | 0.122                       | 0.140                  | -0.150                 | -0.010                       |
| ЮГ Маркет Оптимум                             | 1.79%                 | 2.39%                | -0.006         | -0.018                | -0.166              | 0.148                       | 0.162                  | -0.150                 | 0.012                        |
| ТБИ Съкровище                                 | -0.46%                | 2.39%                | -0.028         | -0.005                | -0.043              | 0.037                       | 0.127                  | -0.150                 | -0.023                       |
| Сентинел Принсипал                            | -2.09%                | 2.39%                | -0.045         | -0.014                | -0.018              | 0.003                       | 0.120                  | -0.150                 | -0.030                       |
| ОББ Балансиран                                | -2.55%                | 2.39%                | -0.049         | -0.014                | -0.046              | 0.031                       | 0.115                  | -0.150                 | -0.035                       |
| Реал финанс Балансиран                        | -3.13%                | 2.39%                | -0.055         | -0.046                | -0.100              | 0.054                       | 0.141                  | -0.150                 | -0.009                       |
| Астра Баланс                                  | -3.15%                | 2.39%                | -0.055         | -0.030                | -0.066              | 0.035                       | 0.125                  | -0.150                 | -0.025                       |
| ДСК Баланс                                    | -3.53%                | 2.39%                | -0.059         | -0.035                | -0.037              | 0.002                       | 0.126                  | -0.150                 | -0.024                       |
| Експат Ню Юръп Пропъртис                      | -3.65%                | 2.39%                | -0.060         | -0.062                | -0.056              | -0.006                      | 0.152                  | -0.150                 | 0.001                        |
| КД Пеликан                                    | -3.78%                | 2.39%                | -0.062         | -0.024                | -0.062              | 0.038                       | 0.112                  | -0.150                 | -0.038                       |
| ТБИ Хармония                                  | -4.42%                | 2.39%                | -0.068         | -0.043                | -0.044              | 0.000                       | 0.125                  | -0.150                 | -0.025                       |
| Съгласие Престиж                              | -5.05%                | 2.39%                | -0.074         | -0.066                | -0.114              | 0.048                       | 0.142                  | -0.150                 | -0.008                       |
| БКМ - Консервативно спестовен                 | -5.75%                | 2.39%                | -0.081         | -0.084                | -0.052              | -0.032                      | 0.152                  | -0.150                 | 0.002                        |
| Елана Балансиран доларов (USD)                | -6.01%                | 2.39%                | -0.084         | -0.127                | -0.188              | 0.061                       | 0.193                  | -0.150                 | 0.043                        |
| Капман Капитал                                | -6.36%                | 2.39%                | -0.087         | -0.060                | -0.059              | -0.001                      | 0.122                  | -0.150                 | -0.028                       |
| Елана Балансиран еврофонд                     | -6.72%                | 2.39%                | -0.091         | -0.075                | -0.050              | -0.025                      | 0.134                  | -0.150                 | -0.016                       |
| БенчМарк фонд 1                               | -8.51%                | 2.39%                | -0.109         | -0.088                | -0.077              | -0.011                      | 0.129                  | -0.150                 | -0.021                       |
| Сомони Стратегия                              | -8.57%                | 2.39%                | -0.110         | -0.084                | -0.062              | -0.022                      | 0.125                  | -0.150                 | -0.026                       |
| Инвест Класик                                 | -8.64%                | 2.39%                | -0.110         | -0.081                | -0.095              | 0.014                       | 0.120                  | -0.150                 | -0.030                       |
| Райфайзен (България) Балансиран доларов (USD) | -9.34%                | 2.39%                | -0.117         | -0.110                | -0.129              | 0.019                       | 0.143                  | -0.150                 | -0.007                       |
| Райфайзен (България) Балансиран               | -9.69%                | 2.39%                | -0.121         | -0.065                | -0.032              | -0.033                      | 0.095                  | -0.150                 | -0.055                       |
| ПИБ Класик                                    | -10.07%               | 2.39%                | -0.125         | -0.083                | -0.057              | -0.026                      | 0.108                  | -0.150                 | -0.042                       |
| Златен лев                                    | -10.65%               | 2.39%                | -0.130         | -0.103                | -0.077              | -0.026                      | 0.122                  | -0.150                 | -0.028                       |
| Активна Балансиран                            | -15.81%               | 2.39%                | -0.182         | -0.163                | -0.105              | -0.057                      | 0.131                  | -0.150                 | -0.019                       |
| Аврора Кепитъл Балансиран                     | -16.68%               | 2.39%                | -0.191         | -0.121                | -0.087              | -0.033                      | 0.080                  | -0.150                 | -0.070                       |
| Варчев Балансиран                             | -22.19%               | 2.39%                | -0.246         | -0.189                | -0.081              | -0.107                      | 0.093                  | -0.150                 | -0.057                       |
| Стандарт инвестмънт Балансиран                | -25.63%               | 2.39%                | -0.280         | -0.258                | -0.124              | -0.134                      | 0.128                  | -0.150                 | -0.022                       |

Източник: БИМА

Резултатите от изследването ни, които са публикувани в таблица 7 само затвърждават казаното до момента. Трите фонда, постигнали най-висока доходност през 2011 година са очаквано водещи и

при коефициентите за представяне. Независимо от факта, че по водещия в нашата методика показател – Information ratio, фондът на Корпоративна Търговска Банка измества този на Общинска Банка, той седи далеч по-добре, както според Sortino, така и според Sharpe, а отрицателният коефициент на Treynor е резонен, предвид негативният бета коефициент.

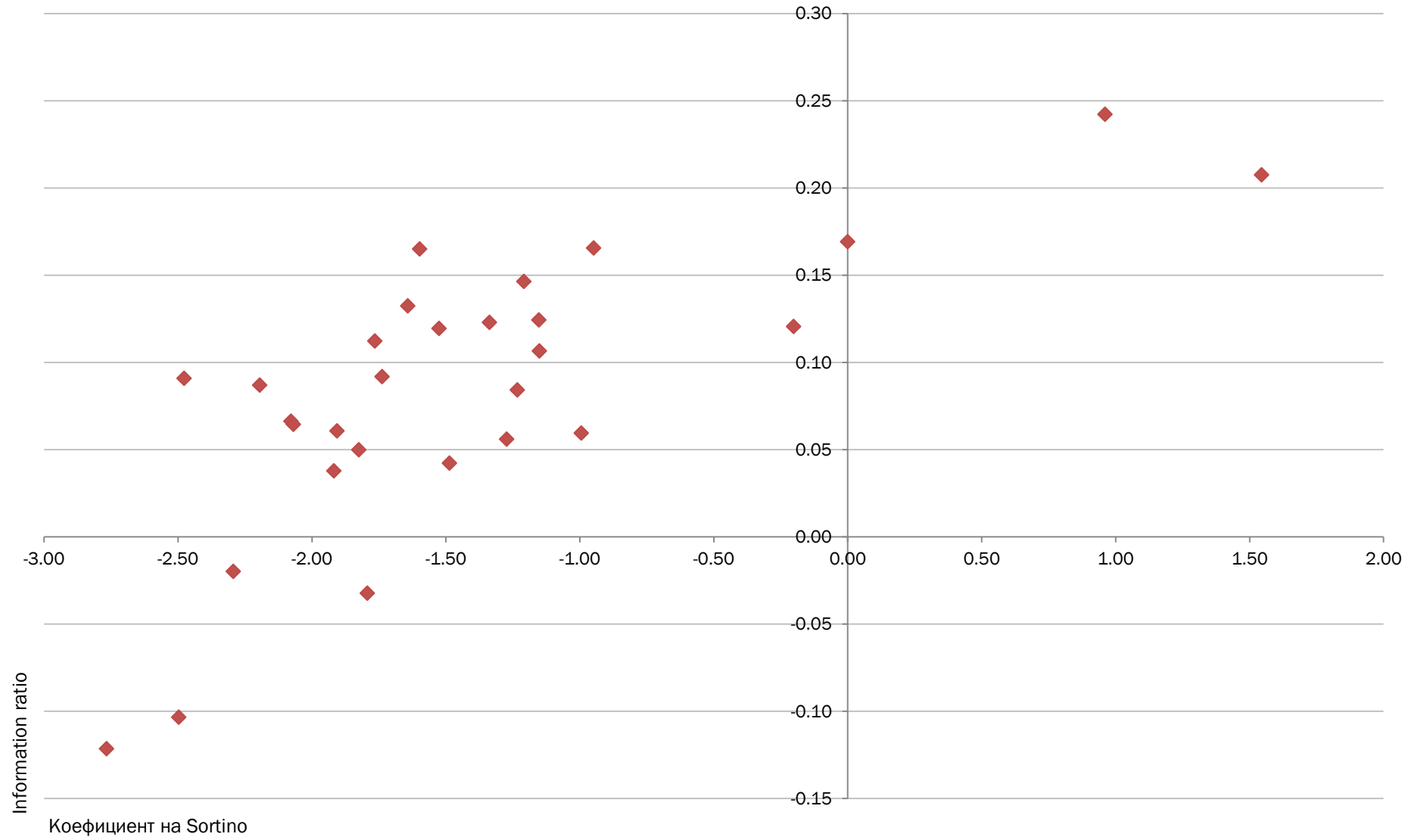
Табл. 7

| Договорен фонд                                | Information ratio | Sharpe | Treynor | Sortino | Jensen's $\alpha$ |
|---|-------------------|--------|---------|---------|-------------------|
| КТБ Балансиран                                | 0.24              | 1.01   | 0.39    | 0.96    | 0.05              |
| Общинска Банка - Балансиран                   | 0.21              | 1.43   | -0.39   | 1.54    | 0.05              |
| ЦКБ Актив                                     | 0.17              | 0.14   | 0.21    | 0.00    | 0.02              |
| ТБИ Съкровище                                 | 0.17              | -0.50  | -0.18   | -0.95   | -0.02             |
| Сентинел Принсипал                            | 0.16              | -1.08  | -0.22   | -1.60   | -0.03             |
| ОББ Балансиран                                | 0.15              | -0.71  | -0.21   | -1.21   | -0.03             |
| ДСК Баланс                                    | 0.13              | -1.12  | -0.37   | -1.64   | -0.05             |
| Астра Баланс                                  | 0.12              | -0.71  | -0.33   | -1.15   | -0.04             |
| КД Пеликан                                    | 0.12              | -0.72  | -0.25   | -1.34   | -0.04             |
| ЮГ Маркет Оптимум                             | 0.12              | -0.05  | 0.08    | -0.20   | -0.01             |
| ТБИ Хармония                                  | 0.12              | -1.15  | -0.41   | -1.53   | -0.06             |
| Експат Пропъртис                              | 0.11              | -1.27  | 6.12    | -1.77   | -0.06             |
| Реал финанс Балансиран                        | 0.11              | -0.58  | -0.88   | -1.15   | -0.05             |
| Капман Капитал                                | 0.09              | -1.17  | -0.47   | -1.74   | -0.07             |
| Болкан Кепитъл – Консервативно спестовен      | 0.09              | -1.91  | 5.19    | -2.48   | -0.08             |
| Елана Балансиран еврофонд                     | 0.09              | -1.59  | -0.84   | -2.20   | -0.08             |
| Съгласие Престиж                              | 0.08              | -0.70  | -1.33   | -1.23   | -0.07             |
| Райфайзен (България) Балансиран               | 0.07              | -1.60  | -0.33   | -2.08   | -0.09             |
| Сомони Стратегия                              | 0.06              | -1.45  | -0.64   | -2.07   | -0.10             |
| БенчМарк фонд 1                               | 0.06              | -1.28  | -0.78   | -1.91   | -0.10             |
| Елана Балансиран доларов (USD)                | 0.06              | -0.67  | 0.29    | -0.99   | -0.11             |
| Инвест Класик                                 | 0.06              | -1.03  | -0.56   | -1.27   | -0.10             |
| ПИБ Класик                                    | 0.05              | -1.46  | -0.45   | -1.82   | -0.10             |
| Райфайзен (България) Балансиран доларов (USD) | 0.04              | -1.00  | -2.57   | -1.49   | -0.11             |
| Златен лев                                    | 0.04              | -1.45  | -0.71   | -1.92   | -0.12             |
| Активна Балансиран                            | -0.02             | -1.69  | -1.42   | -2.29   | -0.17             |
| Аврора Кепитъл Балансиран                     | -0.03             | -1.40  | -0.41   | -1.79   | -0.16             |

Източник: БИМА

В заключение трябва да кажем, че и при балансираните КИС, както и в групата на агресивно инвестиращите фондове, колективните инвестиционни схеми, управлявани от екипа на Общинска Банка Асет Мениджмънт АД затвърждават доброто си представяне, като за втора поредна година заемат челните места по доходност и управление на риска в своите портфейли.

Фиг. 12





## НИСКОРИСКОВИ ФОНДОВЕ И ФОНДОВЕ НА ПАРИЧЕН ПАЗАР

Към 31.12.2011 г. общия размер на НСА за групата възлиза на 223 милиона лева. Разгледали сме 24 взаимни фонда, управлявани от български дружества и притежаващи нискорисков инвестиционен профил. В таблица 8 сме поместили класиране на фондовете от групата, подредени според реализираната доходност за 2011 година, техните рискови показатели и реализираната рискова премия.

Табл. 8

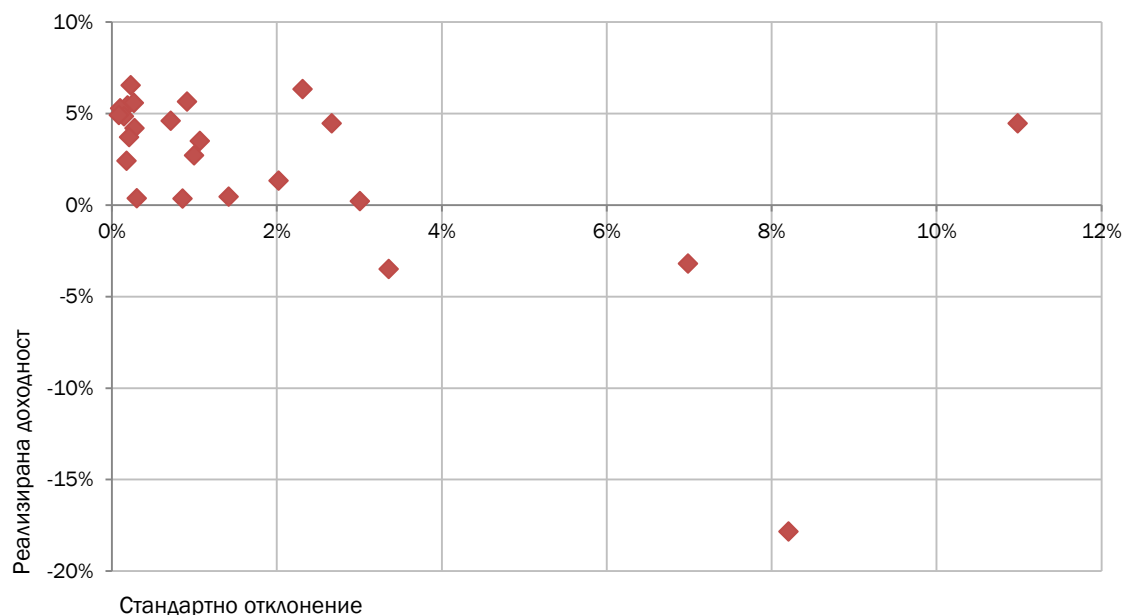
| Договорен фонд                           | Доходност | Общ риск $\sigma$ | Бета с еталона | Рискова премия | Промяна места* |
|--|-----------|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| Елана фонд Паричен пазар                 | 6.52%     | 0.002             | 0.02           | 0.041          | ↑ 2            |
| ЦКБ Гарант                               | 6.32%     | 0.023             | 0.10           | 0.039          | ↔              |
| ОББ Платинум Облигации                   | 5.64%     | 0.009             | 0.02           | 0.033          | ↑ 6            |
| Елана Еврофонд (EUR)                     | 5.56%     | 0.003             | 0.01           | 0.032          | ↑ 10           |
| БенчМарк фонд 6                          | 5.42%     | 0.002             | 0.00           | 0.030          | ↑ 1            |
| Райфайзен (България) фонд Паричен пазар  | 5.27%     | 0.001             | 0.01           | 0.029          | ↑ 4            |
| Райфайзен фонд Защитена инвестиция (EUR) | 4.90%     | 0.001             | 0.01           | 0.025          | n/a            |
| Алфа фонд Паричен пазар                  | 4.84%     | 0.001             | 0.01           | 0.024          | ↑ 5            |
| Астра Кеш                                | 4.59%     | 0.007             | 0.01           | 0.022          | ↓ 2            |
| ДСК Имоти                                | 4.45%     | 0.027             | 0.23           | 0.021          | ↑ 11           |
| Елана Долар фонд (USD)                   | 4.44%     | 0.110             | -1.87          | 0.020          | ↓ 10           |
| Райфайзен (България) фонд Облигации      | 4.18%     | 0.003             | 0.00           | 0.018          | ↓ 4            |
| ДСК Евроактив                            | 3.69%     | 0.002             | 0.01           | 0.013          | ↑ 6            |
| ДСК Стандарт                             | 3.49%     | 0.011             | 0.04           | 0.011          | ↓ 3            |
| КД Облигации България                    | 2.69%     | 0.010             | 0.09           | 0.003          | ↑ 1            |
| Сентинел Рапид                           | 2.39%     | 0.002             | 0.00           | 0.000          | ↑ 1            |
| ПИБ Гарант                               | 1.32%     | 0.020             | 0.32           | -0.011         | ↓ 2            |
| Сомони Евростабилност                    | 0.44%     | 0.014             | 0.09           | -0.020         | ↑ 6            |
| ОББ Платинум Еврооблигации (EUR)         | 0.35%     | 0.003             | -0.01          | -0.020         | n/a            |
| Капман Фикс                              | 0.34%     | 0.009             | 0.12           | -0.021         | n/a            |
| Ти Би Ай Комфорт                         | 0.20%     | 0.030             | 0.28           | -0.022         | ↑ 1            |
| Експат Бондс                             | -3.22%    | 0.070             | -0.15          | -0.056         | ↓ 17           |
| Ти Би Ай Евробонд                        | -3.51%    | 0.034             | 0.01           | -0.059         | ↓ 5            |
| Стандарт инвестмънт Консервативен фонд   | -17.85%   | 0.082             | 0.29           | -0.202         | ↓ 1            |

Източник: БАУД; Интернет страници на дружествата; КФН; БИМА

(\*) Стойностите за промяна в местата са стандартизирани

За разлика от 2010 година, когато всички фондове приключиха на положителна територия, през 2011 три фонда от групата на нискорисковите КИС отчетоха отрицателна доходност. Това са Експат Бондс с -3.22%; ТВІ Евробонд с -3,51% и Стандарт инвестмънт Консервативен фонд с рекордните -17.85%. Последният е и сред най-лошо представилите се консервативни фондове през 2010 година. Същевременно, 16 фонда или 67% от групата регистрират резултат, който е равен или по-добър на безрисковия ни бенчмарк. Доброто си представяне от предишния разглеждан период затвърждават Елана фонд Паричен пазар и ЦКБ Гарант, които за втора поредна година намират място в челната тройка.

Фиг. 13



Елана Долар фонд отново привлича внимание с високия си портфейлен риск, както и отрицателната корелация на портфейла с индексния ни бенчмарк. Както споменахме по-горе, това е продиктувано от движението на USD през изминалата година и прибавянето на валутния риск към общия риск на взаимния фонд. Изключването на компонентата валутен риск от общия риск на фонда вкарва показателите за общ и специфичен риск на Елана Долар фонд в „нормалните“ за групата граници:  $\sigma = 0.13$ ;  $\beta = 0.05$ . Така изчисленият коефициент бета е без отчитане на валутния риск на дяловете и при съотнасяне към еталонния ни портфейл. Въпреки това, в този случай, останалите показатели на фонда, включително неговата доходност, се влошават драстично. Коефициентът на Sortino придобива отрицателна стойност.

По реализирана доходност Елана фонд Паричен пазар се класира на трето място, но портфейлът му е показва признаци на по-добре диверсифициран и структуриран от портфейлите на фондовете класирани на първо и второ място – съответно Елана Долар фонд и ЦКБ Гарант. Този факт е подкрепен и от по-добрите показатели за доходност от риск, както и от значително по-високия коефициент на Sortino – 28.20. По тези критерии Елана фонд Паричен пазар превъзхожда двата фонда постигнали по-висока доходност.

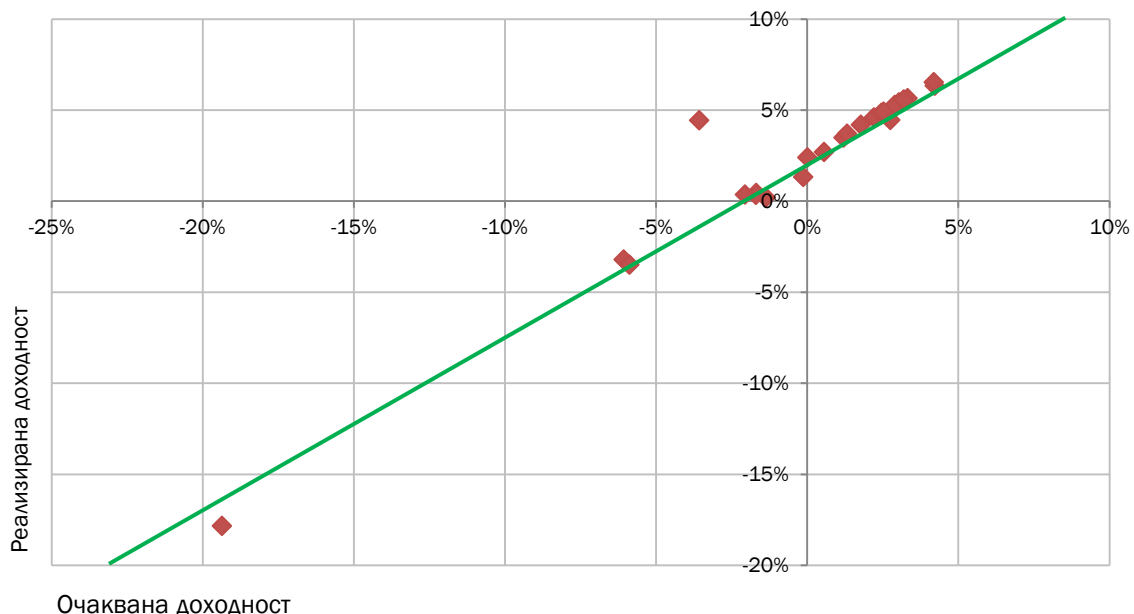
Табл. 9

| Договорен фонд                          | Историческа доходност | Безрискова доходност | Рискова премия | Доходност от селекция | Доходност от дивер. | Доходност от нетна селекция | Доходност от мен. риск | Доходност от инв. риск | Доходност от поемане на риск |
|---|-----------------------|----------------------|----------------|-----------------------|---------------------|-----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------------|
| Елана фонд Паричен пазар                | 6.52%                 | 2,39%                | 0.041          | 0.042                 | -0.002              | 0.044                       | 0.029                  | -0.030                 | -0.001                       |
| ЦКБ Гарант                              | 6.32%                 | 2,39%                | 0.039          | 0.042                 | -0.024              | 0.066                       | 0.027                  | -0.030                 | -0.003                       |
| ОББ Платинум Облигации                  | 5.64%                 | 2,39%                | 0.033          | 0.033                 | -0.010              | 0.043                       | 0.029                  | -0.030                 | -0.001                       |
| Елана Еврофонд (EUR)                    | 5.56%                 | 2,39%                | 0.032          | 0.032                 | -0.003              | 0.035                       | 0.030                  | -0.030                 | 0.000                        |
| БенчМарк фонд 6                         | 5.42%                 | 2,39%                | 0.030          | 0.030                 | -0.002              | 0.033                       | 0.030                  | -0.030                 | 0.000                        |
| Райфайзен (България) фонд Паричен пазар | 5.27%                 | 2,39%                | 0.029          | 0.029                 | -0.001              | 0.030                       | 0.030                  | -0.030                 | 0.000                        |
| Райфайзен (България) фонд Защитена      | 4.90%                 | 2,39%                | 0.025          | 0.025                 | -0.001              | 0.026                       | 0.030                  | -0.030                 | 0.000                        |

| инвестиция (EUR)                       |        |       |        |        |        |        |       |        |        |
|--|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Алфа фонд Паричен пазар                | 4.84%  | 2,39% | 0.024  | 0.025  | -0.002 | 0.026  | 0.030 | -0.030 | 0.000  |
| Астра Кеш                              | 4.59%  | 2,39% | 0.022  | 0.022  | -0.008 | 0.030  | 0.030 | -0.030 | 0.000  |
| ДСК Имоти                              | 4.45%  | 2,39% | 0.021  | 0.028  | -0.024 | 0.051  | 0.023 | -0.030 | -0.007 |
| Елана Долар фонд (USD)                 | 4.44%  | 2,39% | 0.020  | -0.036 | -0.183 | 0.148  | 0.086 | -0.030 | 0.056  |
| Райфайзен (България) фонд Облигации    | 4.18%  | 2,39% | 0.018  | 0.018  | -0.003 | 0.021  | 0.030 | -0.030 | 0.000  |
| ДСК Евроактив                          | 3.69%  | 2,39% | 0.013  | 0.013  | -0.002 | 0.015  | 0.030 | -0.030 | 0.000  |
| ДСК Стандарт                           | 3.49%  | 2,39% | 0.011  | 0.012  | -0.011 | 0.023  | 0.029 | -0.030 | -0.001 |
| КД Облигации България                  | 2.69%  | 2,39% | 0.003  | 0.006  | -0.009 | 0.015  | 0.027 | -0.030 | -0.003 |
| Сентинел Рапид                         | 2.39%  | 2,39% | 0.000  | 0.000  | -0.002 | 0.002  | 0.030 | -0.030 | 0.000  |
| ПИБ Гарант                             | 1.32%  | 2,39% | -0.011 | -0.001 | -0.014 | 0.013  | 0.021 | -0.030 | -0.009 |
| Сомони Евростабилност                  | 0.44%  | 2,39% | -0.020 | -0.017 | -0.014 | -0.003 | 0.027 | -0.030 | -0.003 |
| ОББ Платинум Еврооблигации (EUR)       | 0.35%  | 2,39% | -0.020 | -0.021 | -0.004 | -0.017 | 0.030 | -0.030 | 0.000  |
| Капман Фикс                            | 0.34%  | 2,39% | -0.021 | -0.017 | -0.006 | -0.011 | 0.026 | -0.030 | -0.004 |
| Ти Би Ай Комфорт                       | 0.20%  | 2,39% | -0.022 | -0.014 | -0.027 | 0.013  | 0.022 | -0.030 | -0.008 |
| Експат Бондс                           | -3.22% | 2,39% | -0.056 | -0.061 | -0.085 | 0.025  | 0.035 | -0.030 | 0.005  |
| Ти Би Ай Евробонд                      | -3.51% | 2,39% | -0.059 | -0.059 | -0.039 | -0.020 | 0.030 | -0.030 | 0.000  |
| Стандарт инвестмънт Консервативен фонд | -17.9% | 2,39% | -0.202 | -0.194 | -0.086 | -0.107 | 0.021 | -0.030 | -0.009 |

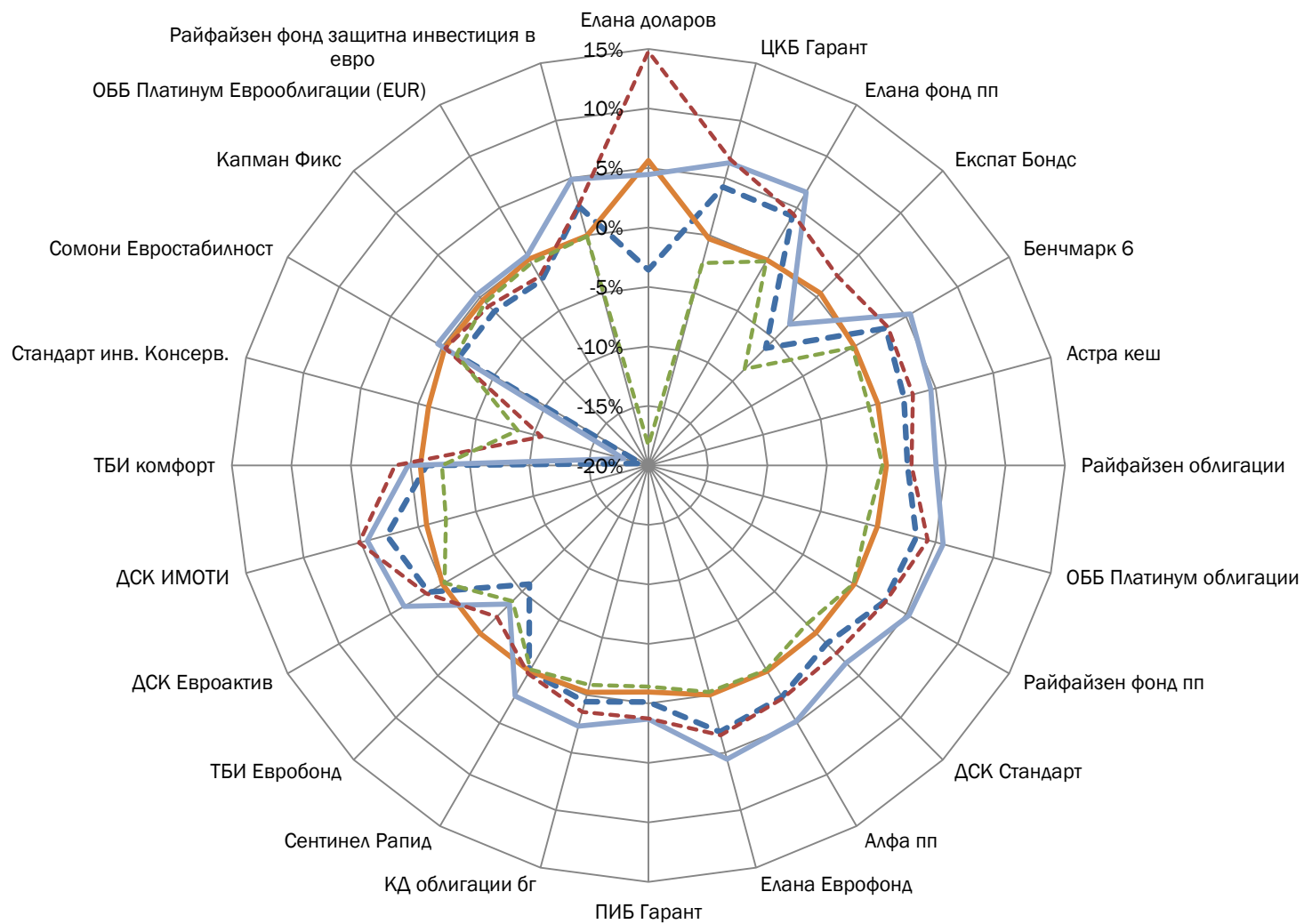
Източник: БИМА

Фиг. 14



Всички фондове от групата показват резултати за реализирана доходност от поетия риск, които са близки до нулата величини. Последното е допустимо, предвид инвестиционния фокус на групата, като случаите, в които тези показатели се комбинират с положителни стойности на реализираната доходност от селекция говорят за добре структуриран и избран портфейл. Тук, освен водещите по отчетена доходност Елана фонд Паричен пазар, ЦКБ Гарант и ОББ Платинум облигации, трябва да споменем и добрите постижения на Елана Еврофонд, БенчМарк фонд 6 и ДСК Имоти, които независимо от по-скромния краен резултат, възнаграждават инвеститорите си с добра доходност.

Фиг. 15



- - - Доходност от селекция 
 — Доходност от поемане на риск 
 — Реализирана доходност 
 - - - Доходност от нетна селекция 
 - - - Доходност от диверсификация

Табл. 10

| Договорен фонд                                      | Information Ratio | Sharpe | Treynor | Sortino | Jensen's $\alpha$ |
|---|-------------------|--------|---------|---------|-------------------|
| Елана фонд Паричен пазар                            | 0.40              | 18.02  | 1.81    | 49.32   | 0.04              |
| Елана Еврофонд                                      | 0.35              | 11.85  | 3.62    | 18.57   | 0.03              |
| Бенчмарк фонд 6                                     | 0.34              | 15.68  | 8.25    | 15.58   | 0.03              |
| ОББ Платинум облигации                              | 0.34              | 3.56   | 1.33    | 2.74    | 0.03              |
| Райфайзен (България) фонд Паричен пазар             | 0.34              | 28.04  | 3.35    | 135.60  | 0.03              |
| Райфайзен (България) фонд Защитна инвестиция в евро | 0.32              | 28.88  | 2.75    | 182.67  | 0.03              |
| Алфа Паричен пазар                                  | 0.31              | 16.34  | 4.09    | 16.78   | 0.02              |
| ЦКБ Гарант  | 0.30              | 1.70   | 0.40    | 1.63    | 0.04              |
| Астра Кеш   | 0.29              | 3.07   | 3.39    | 1.20    | 0.02              |
| Райфайзен Облигации                                 | 0.27              | 6.50   | -8.24   | 2.96    | 0.02              |
| ДСК Евроактив                                       | 0.25              | 6.20   | 1.66    | -0.30   | 0.01              |
| ДСК Стандарт  | 0.23              | 1.03   | 0.30    | -0.29   | 0.01              |
| ДСК Имоти   | 0.23              | 0.77   | 0.09    | 0.46    | 0.02              |
| КД Облигации България                               | 0.20              | 0.30   | 0.03    | -1.26   | 0.00              |
| Сентинел Рапид                                      | 0.18              | 0.01   | 0.01    | -5.54   | 0.00              |
| ПИБ Гарант  | 0.13              | -0.53  | -0.03   | -1.35   | -0.01             |
| Капман Фикс   | 0.08              | -2.39  | -0.17   | -3.77   | -0.02             |
| Сомони Евростабилност                               | 0.08              | -1.37  | -0.22   | -2.60   | -0.02             |
| ОББ Платинум Еврооблигации (EUR)                    | 0.08              | -6.74  | 2.97    | -5.99   | -0.02             |
| Елана Доларов фонд                                  | 0.06              | 0.19   | -0.01   | 0.09    | 0.01              |
| Ти Би Ай Комфорт                                    | 0.05              | -0.73  | -0.08   | -1.20   | -0.02             |
| Експат Бондс  | -0.04             | -0.80  | 0.37    | -1.18   | -0.06             |
| Ти Би Ай Евробонд                                   | -0.08             | -1.75  | -6.80   | -2.07   | -0.06             |
| Стандарт инвестмънт Консервативен                   | -0.31             | -2.47  | -0.70   | -2.84   | -0.20             |

Източник: БИМА

От таблица 10 можем да видим, че Елана фонд Паричен пазар има челна позиция и при коефициентите, които сравняват постигнатата от него доходност с тази на еталонния ни бенчмарк портфейл. Що се отнася до риска на портфейла, неговата диверсификация и опасността от проява на спадове в стойността му, двата фонда на Райфайзен Асет Мениджмънт България АД – Райфайзен (България) фонд Защитна Инвестиция в Евро и Райфайзен (България) фонд Паричен пазар са структурирани доста по-добре. Изключително високите им коефициенти на Sortino и Sharp отличават тези два фонда от цялата група. Същевременно, много доброто представяне по критериите Information ratio и реализирана доходност, както и стойностите за бета, които са близки до нулеви превръщат Райфайзен (България) фонд Защитна Инвестиция в Евро и Райфайзен (България) фонд Паричен пазар в лидери на подсектора по отношение – доходност към ниво на поет риск.

1. Fama, E. "Efficient Capital Market: A Review of theory and Empirical work", Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, (1970).
2. Fama, E. "Components of Investment Performance", Journal of Finance, Vol. 27, No. 3, (1972).

## ОГРАНИЧЕНИЕ НА ОТГОВОРНОСТТА

Този документ е предназначен за разпространение само при такива обстоятелства, които могат да бъдат разрешени от закона. Този документ е публикуван единствено с информационна цел, той не представлява реклама, не е и не трябва да се тълкува като предложение за продажба или покана за закупуване на ценни книжа или извършване на инвестиция. Асоциация на Инвестиционните Мениджъри в България (БИМА), както и нейните членове и представители по никакъв начин не се ангажират и не обещават постигане на печалби, не предлагат и не гарантират такива, нито поемат отговорност за каквито и да било инвестиционни загуби. Този документ е изготвен на базата на публично достъпна информация, получена от източници, смятани за достоверни. Инвестициите са свързани с понасяне на финансов риск и инвеститорите трябва да действат предпазливо при вземането на инвестиционни решения. БИМА не дава гаранции и не носи отговорност за точността и пълнотата на информацията в този документ. Мненията, съдържащи се в доклада се основават на информация, която е публично достъпна към момента на публикуване и подлежат на промяна без предизвестие. Инвестициите в акции и дялове на договорни фондове не са гарантирани от държавен гаранционен фонд, фонд за гарантиране на инвестициите или от друг вид гаранция. Ценните книжа, описани в настоящия документ могат да не бъдат подходящи и/или допуснати за продажба в други държави, юрисдикции или на определени категории инвеститори. Опции, деривативни продукти и фючърси не са подходящи за всички инвеститори и търговията с тези инструменти се счита за високорискова. Миналото представяне не е индикация за бъдещите резултати. Стойността на инвестицията или доходите, могат да спадат, както и никога да не се възстановят в пълния си размер. Когато една инвестиция е деноминирана във валута, различна от местната валута на ползвателя на настоящия документ, промените в обменните курсове може да имат неблагоприятен ефект върху крайната стойност, цената или доходността от тази инвестиция. Нито БИМА, нито някой от нейните членове или представители поема отговорност за загуби или вреди, произтичащи от използването на каквато и да било част от информацията, поместена в този документ. БИМА, нейните служители и представители могат да притежават дълги и/или къси позиции във финансови инструменти и други активи, които са представени в този документ. Този документ може да съдържа връзки към интернет страници на трети страни. БИМА не носи отговорност за съдържанието на интернет страниците на трети страни или на свързани интернет страници, съдържащи се в интернет страници на трети страни. Данни и информация съдържащи се в интернет страници на трети страни не представляват част от този документ и не са включени чрез препратки в настоящия документ. Включването на връзки и интернет страници в този документ не предполага наличие на свързаност с БИМА. Достъпът на потребителите на този документ до интернет страници на трети страни става на собствен риск, желателно при запознаване с условията и правилата за поверителност на тези интернет страници, преди да публикуват личната си информация на тях. Оповестяванията, съдържащи се в този документ се тълкуват в съответствие с българското законодателство.

© Всички права запазени. Асоциация на Инвестиционните Мениджъри в България (БИМА) 2012, ВСИЧКИ ПРАВА ЗАПАЗЕНИ. Някоя част от тази публикация не може да бъде копирана, репродуцирана, разпространявана, записвана в информационна система или предавана във всякаква форма или с всякакви средства, електронни, механични, фотокопиращи, записващи или други, без предварителното писмено разрешение на Асоциация на Инвестиционните Мениджъри в България и нейните представляващи.

Емитент на доклада:

Асоциация на Инвестиционните Мениджъри в България (БИМА)

А: ул. Кокиче № 4, София 1164, България

М: +359 87 8917 466

Т/Ф: +359 2 9634 650

Е: info@bima.bg

И: www.bima.bg