



**Bulgarian Investment Managers**  

---

**Association**



**EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION  
OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES**

---

# **АНАЛИЗ И ИЗМЕРЕНИЯ НА ПОРТФЕЙЛНОТО ПРЕДСТАВЯНЕ ПРИ КОЛЕКТИВНИТЕ ИНВЕСТИЦИОННИ СХЕМИ В БЪЛГАРИЯ**

## **за 2010 година**

Драгомир Бояджиев,

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

## СЪДЪРЖАНИЕ

УВОД.....	3
ДАНИ И ОГРАНИЧИТЕЛНИ УСЛОВИЯ .....	3
МЕТОДОЛОГИЯ .....	4
ФОНДОВЕ В АКЦИИ И ВИСОКОРИСКОВИ ВЗАИМНИ ФОНДОВЕ.....	4
БАЛАНСИРАНИ ФОНДОВЕ .....	11
НИСКОРИСКОВИ ФОНДОВЕ И ФОНДОВЕ НА ПАРИЧЕН ПАЗАР .....	15
ОГРАНИЧЕНИЕ НА ОТГОВОРНОСТТА .....	20

## УВОД

Дванадесетте месеца на 2010 година се оказаха не особено успешни за взаимните фондове в България. Нетната стойност на управляваните активи (НСА) в сектора се увеличи до почти 720 милиона лева (472 милиона лева под управление от български управляващи дружества и малко под 250 милиона лева в чуждестранни инвестиционни схеми, предлагани на нашия пазар). За сравнение през 2009 и 2008 тези стойности бяха на исторически ниски нива от общо съответно 560 и 440 милиона лева.

Увеличението от почти 29% спрямо 2009 година показва значителен ръст в сектора и възможност за реално обръщане на тенденцията, но не бива да забравяме, че пълният обем на нетните активи остава все още далеч под максималната си стойност от 1,140 милиона лева, отчетена по време на „инвестиционния бум“ през 2007 година. В допълнение трябва да отбележим и че посоченото повишение се дължи основно на инвестиции в ниско рисковите взаимни фондове, които удвоиха обема си през 2010 г., единствено благодарение на няколко по-крупни вложения. За същото време високорисковите и балансираните схеми практически не отчитат промяна в размера на нетните си активи – виждаме годишно увеличение на НСА съответно с 1.16% за високорисковите и с 1.01% за балансираните схеми.

Към края на 2010 година на пазара на взаимни фондове в България се предлагаша над 100 колективни инвестиционни схеми (КИС) (от които 90 управлявани от български дружества) в трите основни класа – рискови и високорискови фондове, инвестиращи предимно в акции и дялови ценни книжа; балансирани взаимни фондове; нискорискови инвестиционни схеми, инвестиращи в облигации, държавни ценни книжа и/или инструменти на паричния пазар.

С малки изключения реализираната доходност в сектора е по-ниска от тази, отчетена през 2009 година, като в случаите в които сме свидетели на по-високи стойности, особено при нискорисковите схеми, трябва да отдадем дължимото и на силното представяне на щатския долар през годината.

## ДАНИ 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 31.12.2009 г. до 31.12.2010 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 определя този показател. В случаите, когато през дадена седмица, от периода, няма изчислена стойност за НСА/дял за стойност на показателя, през съответната седмица, ползваме приетата стойност от предходната седмица (последната публикувана стойност от предходната седмица).

За целите на изследването приемаме, че характеристиките на пазарен портфейл се възпроизвеждат в индекса MSCI EM EASTERN EUROPE ex RUSSIA. Причините за изключване на руския пазар се крият основно в размерите и характеристиките му, благодарение на които се получава изкривяване на цялостното представяне на индекса в който е включен и така натежава в общата постигната доходност и риск. Приемаме, също така, че общият риск на пазара е целево ниво за риска при разглежданите инвестиционни схеми от групата на рисковите и балансираните фондове, т.е. целевата бета на всеки фонд от тези групи е 1.0.

За безрискова норма на възвръщаемост приемаме доходността постигната на първичен пазар за 5 годишните български ДЦК, ISIN BG2030006113, с матуритет 25 януари 2011 година. Емисията постигна средна доходност от 3.79%.

При изчисляване на полу-стандартното отклонение в коефициента на Sortino, за целево ниво на доходност използваме средния размер на лихвения процент по безсрочен депозит, според статистиката на Българска народна банка, като към 31.12.2010 г. стойността на този лихвен процент е 5.19%.

В допълнение, изследването ни се съсредоточава само върху колективни инвестиционни схеми, организирани от български управляващи дружества.

## 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.

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, като коефициентите на Sharpe, Treynor, Sortino, Jensen's alpha. Подробно обяснение на използваната 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 40 взаимни фонда, менажирани от български управляващи дружества и инвестиращи предимно в акции и високорискови активи.

В таблица 1 сме поместили класиране на фондовете от групата, подредени според реализираната доходност за 2010 година.

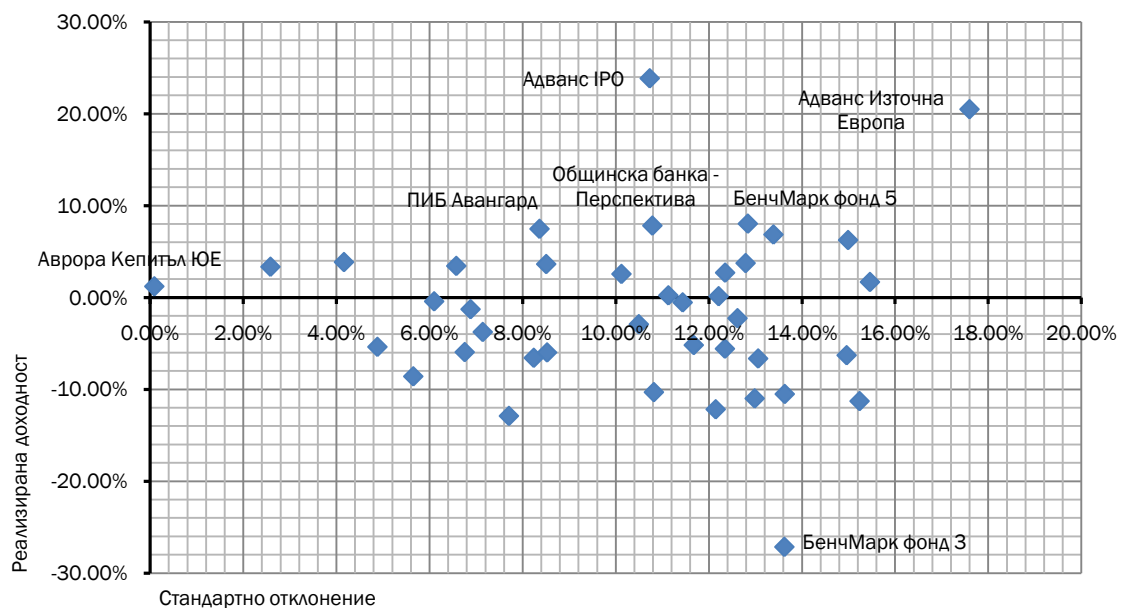
Табл. 1

Договорен фонд	Общ риск $\sigma$	Бета	Доходност	Рискова премия
Аванс IPO (EUR)	0.1073	0.0237	23.85%	20.06%
Аванс Източна Европа (EUR)	0.1760	0.0567	20.48%	16.69%
БенчМарк фонд 5	0.1284	0.0405	8.03%	4.24%
Общинска Банка фонд Перспектива	0.1079	0.0483	7.82%	4.03%
ПИБ Авангард	0.0836	0.0109	7.46%	3.67%
Стандарт инвестмънт Международен фонд	0.1339	0.2968	6.85%	3.06%
Аврора Кепитъл Глобал Комодити фонд	0.1499	0.2581	6.25%	2.46%
КТБ Фонд Акции	0.0416	0.0048	3.85%	0.06%
Статус нови акции	0.1279	0.0092	3.74%	-0.05%
ЦКБ Лидер	0.0850	0.0281	3.63%	-0.16%
Експат Нью Юръп Стокс	0.0657	0.0240	3.43%	-0.36%
ОББ Патримониум Земя	0.0258	0.0216	3.34%	-0.45%
КД Акции	0.1235	0.2576	2.70%	-1.09%
ОББ Премиум	0.1012	0.0617	2.56%	-1.23%
Статус Финанси	0.1546	0.0184	1.68%	-2.11%
Аврора Кепитъл Югоизточна Европа (EUR)	0.0009	0.0001	1.21%	-2.58%

Алфа избрани акции	0.1113	-0.0164	0.22%	-3.57%
БенчМарк фонд 4	0.1221	0.0416	0.13%	-3.66%
Юг Маркет Максимум	0.0610	-0.0203	-0.42%	-4.21%
Ти Би Ай Динамик	0.1144	0.0632	-0.54%	-4.33%
ДСК Растеж	0.0688	0.0058	-1.28%	-5.07%
Астра Плюс	0.1261	0.0938	-2.26%	-6.05%
БенчМарк фонд 2	0.1049	-0.0361	-2.91%	-6.70%
Реалфинанс Високодоходен фонд	0.0714	0.0423	-3.76%	-7.55%
Варчев Високодоходен фонд	0.1167	0.0568	-5.18%	-8.97%
Райфайзен (България) фонд Акции	0.0488	0.0583	-5.38%	-9.17%
Алфа индекс имоти	0.1234	0.0515	-5.58%	-9.37%
Болкан Кепитъл – ДФ Европа	0.0675	0.0258	-5.95%	-9.74%
Стандат инвестмънт Високодоходен фонд	0.0852	0.1355	-5.99%	-9.78%
Болкан Кепитъл – ДФ Балкани	0.1496	0.0768	-6.29%	-10.08%
Елана Високодоходен фонд	0.0824	0.0020	-6.57%	-10.36%
Съгласие Профит	0.1306	-0.0252	-6.64%	-10.43%
Сомони Прогрес	0.0565	-0.0397	-8.59%	-12.38%
Активна Високодоходен	0.1082	0.0504	-10.31%	-14.10%
Алфа индекс топ 20	0.1363	0.0000	-10.51%	-14.30%
Златен лев индекс 30	0.1298	0.0667	-10.99%	-14.78%
Капман Макс	0.1524	-0.0014	-11.28%	-15.07%
Аванс Инвест	0.1215	-0.0702	-12.17%	-15.96%
Инвест Актив	0.0770	-0.0041	-12.89%	-16.68%
БенчМарк фонд 3	0.1362	-0.0814	-27.15%	-30.94%

Източник: Българска асоциация на управляващите дружества (БАУД); Интернет страници на дружествата; Комисия за финансов надзор (КФН)

Фиг. 1



От горната таблица е видно, че за 2010 г. положителна доходност постигат фонд мениджърите на 18 фонда, или 45% от групата. Същевременно 8 фонда, 20% от общо разглежданите успяват да победят безрисковия ни бенчмарк.

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

- Доходност от селекция, представляваща възвръщаемост, генерирана от способностите на портфейлния мениджър да подбира и включва в портфейла си „най-добрите“ акции,
- 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 2 сме представили декомпозираните стойности за постигнатата доходност за всеки от фондовете.

Табл. 2

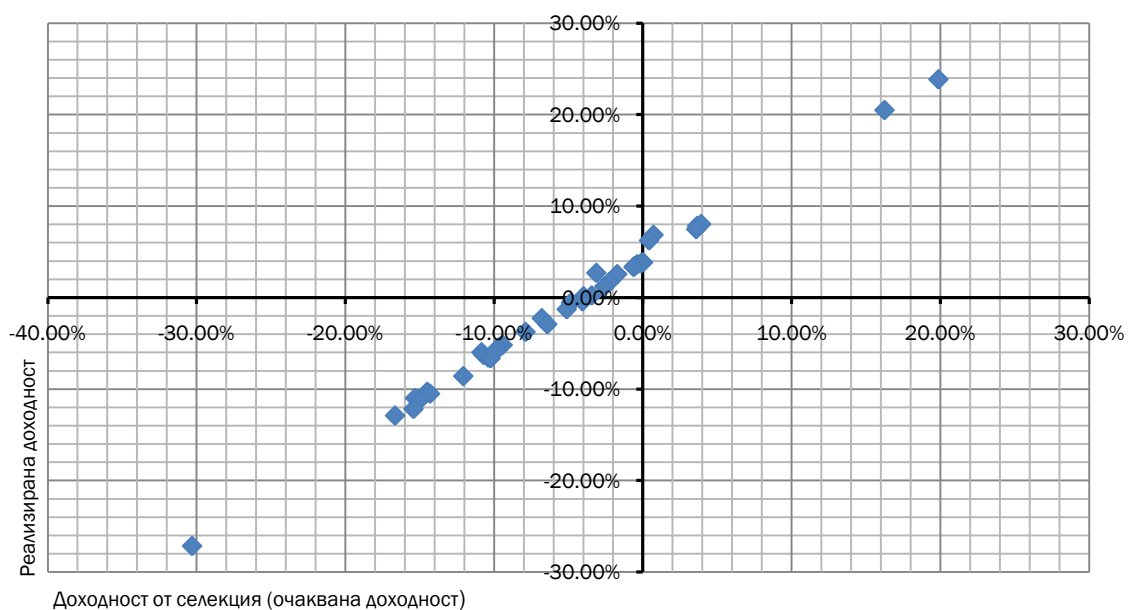
Договорен фонд	Историческа доходност	Безрискова доходност	Рискова премия	Доходност от селекция	Доходност от дивер.	Нетна селекция	Доходност от мен. риск	Доходност от инв. риск	Доходност от риск
Адванс IPO (EUR)	23.85%	3.79%	20.06%	19.87%	3.03%	16.84%	-7.68%	7.87%	0.19%
Адванс Източна Европа (EUR)	20.48%	3.79%	16.69%	16.25%	4.83%	11.41%	-7.42%	7.87%	0.45%
БенчМарк фонд 5	8.03%	3.79%	4.24%	3.92%	3.53%	0.39%	-7.55%	7.87%	0.32%
Общинска Банка фонд Перспектива	7.82%	3.79%	4.03%	3.65%	2.86%	0.79%	-7.49%	7.87%	0.38%
ПИБ Авангард	7.46%	3.79%	3.67%	3.59%	2.42%	1.17%	-7.79%	7.87%	0.09%
Стандарт инвестмънт Международен фонд	6.85%	3.79%	3.06%	0.72%	1.68%	-0.96%	-5.54%	7.87%	2.34%
Аврора Кепитъл Глобал Комодити фонд	6.25%	3.79%	2.46%	0.42%	2.47%	-2.04%	-5.84%	7.87%	2.03%
КТБ Фонд Акции	3.85%	3.79%	0.06%	0.02%	1.21%	-1.19%	-7.83%	7.87%	0.04%
Статус нови акции	3.74%	3.79%	-0.05%	-0.13%	3.77%	-3.89%	-7.80%	7.87%	0.07%
ЦКБ Лидер	3.63%	3.79%	-0.16%	-0.38%	2.33%	-2.71%	-7.65%	7.87%	0.22%
Експат Ню Юръп Стокс	3.43%	3.79%	-0.36%	-0.55%	1.78%	-2.33%	-7.68%	7.87%	0.19%
ОББ Патримониум Земя	3.34%	3.79%	-0.45%	-0.62%	0.60%	-1.23%	-7.70%	7.87%	0.17%
КД Акции	2.70%	3.79%	-1.09%	-3.12%	1.68%	-4.80%	-5.84%	7.87%	2.03%
ОББ Премиум	2.56%	3.79%	-1.23%	-1.72%	2.55%	-4.27%	-7.39%	7.87%	0.49%
Статус Финанси	1.68%	3.79%	-2.11%	-2.25%	4.49%	-6.75%	-7.73%	7.87%	0.15%
Аврора Кепитъл Югоизточна Европа (EUR)	1.21%	3.79%	-2.58%	-2.59%	0.02%	-2.61%	-7.87%	7.87%	0.00%
Алфа избрани акции	0.22%	3.79%	-3.57%	-3.44%	3.47%	-6.91%	-8.00%	7.87%	-0.13%
БенчМарк фонд 4	0.13%	3.79%	-3.66%	-3.98%	3.34%	-7.32%	-7.54%	7.87%	0.33%
Юг Маркет Максимум	-0.42%	3.79%	-4.21%	-4.05%	1.99%	-6.04%	-8.03%	7.87%	-0.16%
Ти Би Ай Динамик	-0.54%	3.79%	-4.33%	-4.83%	2.93%	-7.76%	-7.37%	7.87%	0.50%

ДСК Растеж	-1.28%	3.79%	-5.07%	-5.11%	2.02%	-7.13%	-7.83%	7.87%	0.05%
Астра Плюс	-2.26%	3.79%	-6.05%	-6.79%	3.05%	-9.84%	-7.13%	7.87%	0.74%
БенчМарк фонд 2	-2.91%	3.79%	-6.70%	-6.42%	3.43%	-9.85%	-8.16%	7.87%	-0.28%
Реалфинанс Високодоходен фонд	-3.76%	3.79%	-7.55%	-7.88%	1.81%	-9.69%	-7.54%	7.87%	0.33%
Варчев Високодоходен фонд	-5.18%	3.79%	-8.97%	-9.42%	3.06%	-12.48%	-7.42%	7.87%	0.45%
Райфайзен (България) фонд Акции	-5.38%	3.79%	-9.17%	-9.63%	1.01%	-10.63%	-7.41%	7.87%	0.46%
Алфа индекс имоти	-5.58%	3.79%	-9.37%	-9.77%	3.30%	-13.07%	-7.47%	7.87%	0.41%
Болкан Кепитъл – ДФ Европа	-5.95%	3.79%	-9.74%	-9.94%	1.82%	-11.76%	-7.67%	7.87%	0.20%
Стандат инвестмънт Високодоходен фонд	-5.99%	3.79%	-9.78%	-10.84%	1.49%	-12.33%	-6.80%	7.87%	1.07%
Болкан Кепитъл – ДФ Балкани	-6.29%	3.79%	-10.08%	-10.68%	3.88%	-14.57%	-7.27%	7.87%	0.60%
Елана Високодоходен фонд	-6.57%	3.79%	-10.36%	-10.38%	2.46%	-12.83%	-7.86%	7.87%	0.02%
Съгласие Профит	-6.64%	3.79%	-10.43%	-10.24%	4.12%	-14.35%	-8.07%	7.87%	-0.20%
Сомони Прогрес	-8.59%	3.79%	-12.38%	-12.07%	2.01%	-14.07%	-8.18%	7.87%	-0.31%
Актива Високодоходен	-10.31%	3.79%	-14.10%	-14.49%	2.85%	-17.34%	-7.47%	7.87%	0.40%
Алфа индекс топ 20	-10.51%	3.79%	-14.30%	-14.30%	4.09%	-18.39%	-7.87%	7.87%	0.00%
Златен лев индекс 30	-10.99%	3.79%	-14.78%	-15.31%	3.37%	-18.68%	-7.35%	7.87%	0.53%
Капман Макс	-11.28%	3.79%	-15.07%	-15.06%	4.58%	-19.64%	-7.88%	7.87%	-0.01%
Адванс Инвест	-12.17%	3.79%	-15.96%	-15.41%	4.20%	-19.61%	-8.42%	7.87%	-0.55%
Инвест Актив	-12.89%	3.79%	-16.68%	-16.65%	2.34%	-19.00%	-7.90%	7.87%	-0.03%
БенчМарк фонд 3	-27.15%	3.79%	-30.94%	-30.30%	4.73%	-35.02%	-8.51%	7.87%	-0.64%

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 Treynor.

Фиг. 2



По-горе, на фигура 2 е показана съпоставка на доходността от селекция, спрямо общата генерирана рискова премия. Видно е, че при всички разглеждани фондове, почти цялата реализирана доходност е за сметка основно на доходност от селекция. Последното е резонно, предвид факта, че почти всички фондове отчитат клонящи към нула портфейлни  $\beta$  коефициенти спрямо индексния ни бенчмарк.

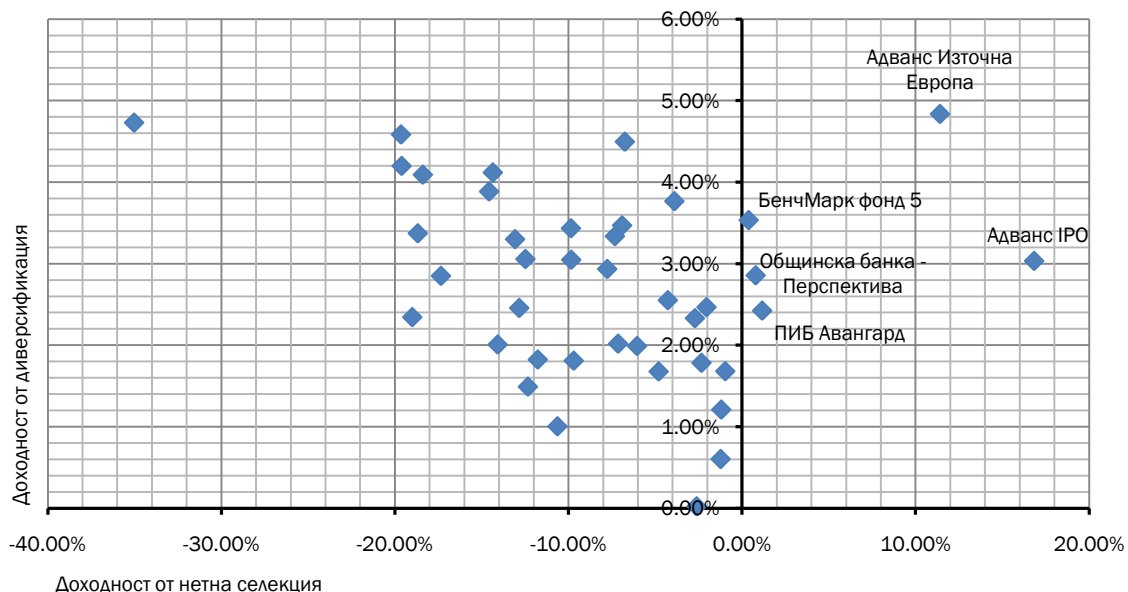
Положителна доходност от поетия риск генерират 31 от разглежданите инвестиционни схеми, само при 8 от тях обаче, поемането на допълнителен риск е оправдано и подкрепено от реализирана на положителна доходност над тази на еталона. При останалите 23 КИС положителната доходност от поетия риск е компенсирана от негативни стойности при доходността от селекция.

За да видим как е структурирана доходността от селекция продължаваме с декомпозирането ѝ и така генерираме два нови показателя:

- Доходност от диверсификация
- и
- Доходност от нетна селекция.

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 оправдае липсата на диверсификация. Във всеки случай различен от горния, т.е.  $\sigma_p \neq \beta_p$ , портфолио мениджърът трябва да генерира допълнителна доходност над тази на наивно избран портфейл със същия риск.

Фиг. 3



От фигура 3 е видно, че фонд мениджърите на 5 фонда успяват да генерират допълнителна доходност на портфейлите си, като същевременно поддържат положителни стойности на доходността от нетна селекция. Последното е показател за добре управляван портфейл, носещ задоволителна доходност на вложилите в него.

Тези пет фонда са: Аванс IPO фонд, Аванс Източна Европа, БенчМарк фонд 5, Общинска банка – фонд Перспектива и ПИБ Авангард, като Аванс IPO фонд и Аванс Източна Европа отчитат сериозна доходност от нетна селекция – съответно 16.84% и 11.41%.



Всички останали високорискови КИС не постигат необходимата доходност, която да задоволи и обезщети в достатъчна степен вложилите в тях.

Ако продължим с разграждането на рисковата премия и изведем два нови показателя –

- Доходност от мениджърски риск
- и
- Доходност от инвеститорски риск,

ще видим и причините за това доходността от селекция на портфейлните позиции почти идеално да корелира и напълно да оправдава общата доходност на портфейла. Факт, който както споменахме се дължи на ниските портфейлни бети. В този случай, стойностите в колона „Доходност от мениджърски риск“ на Таблица 2 могат да бъдат интерпретирани като пропусната възможност (доходност), дължаща се на факта, че портфолио мениджърите излагат портфейлите си на риск по-нисък от този, очакван от вложителите (пазарният риск, който приехме за целево ниво на портфейлния риск). Считаме, че основна причина поради която наблюдаваме отрицателни стойности на мениджърски риск при всички разглеждани схеми е силната финансова криза от последните години, еволюирала в дългова криза на държавите от ЕС, както и влята търговия, и липса на големи чужди инвеститори на БФБ – София, все фактори предизвикващи извънредна предпазливост и бдителност на портфолио мениджърите.

Табл. 3

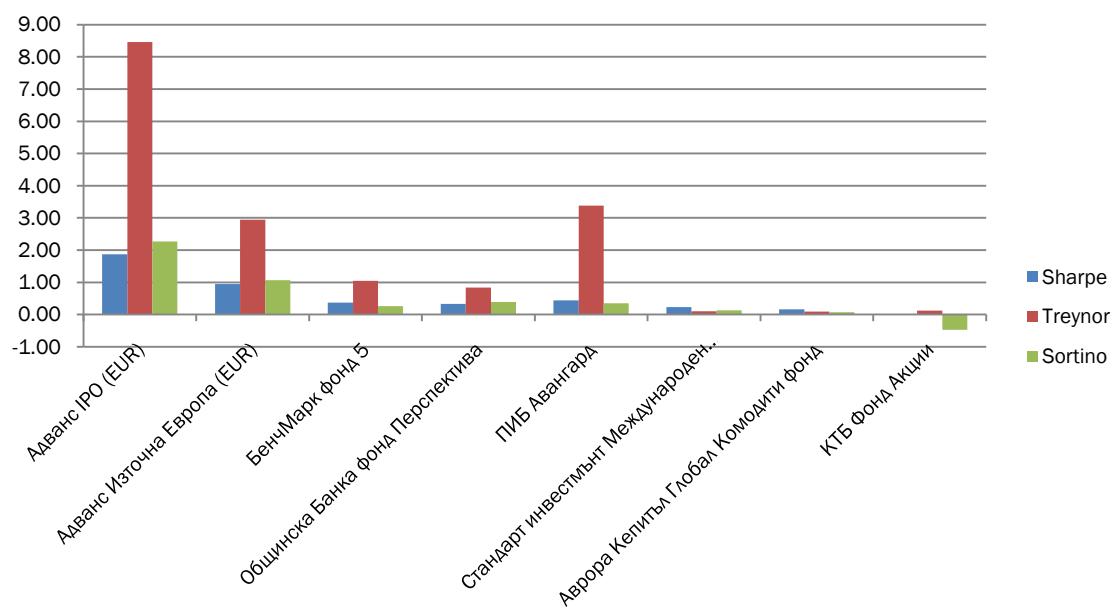
Договорен фонд	Sharpe	Treynor	Sortino	Jensen's $\alpha$
Адванс IPO (EUR)	1.8694	8.4576	2.2684	0.1987
Адванс Източна Европа (EUR)	0.9485	2.9420	1.0715	0.1625
БенчМарк фонд 5	0.3735	1.0472	0.2654	0.0392
Общинска Банка фонд Перспектива	0.3303	0.8342	0.3911	0.0365
ПИБ Авангард	0.4395	3.3829	0.3566	0.0359
Стандарт инвестмънт Международен фонд	0.2283	0.1030	0.1320	0.0072
Аврора Кепитъл Глобал Комодити фонд	0.1638	0.0951	0.0738	0.0042
КТБ Фонд Акции	0.0139	0.1194	-0.4742	0.0002
Статус нови акции	-0.0042	-0.0581	-0.1553	-0.0013
ЦКБ Лидер	-0.0184	-0.0557	-0.2874	-0.0038
Експат Ню Юръп Стокс	-0.0547	-0.1500	-0.4046	-0.0055
ОББ Патримониум Земя	-0.1748	-0.2092	-1.0412	-0.0062
КД Акции	-0.0886	-0.0425	-0.2508	-0.0312
ОББ Премиум	-0.1218	-0.1997	-0.3782	-0.0172
Статус Финанси	-0.1363	-1.1438	-0.2942	-0.0225
Аврора Кепитъл Югоизточна Европа (EUR)	-30.2022	-211.0911	-7.0592	-0.0259
Алфа избрани акции	-0.3204	2.1762	-0.5443	-0.0344
БенчМарк фонд 4	-0.2995	-0.8788	-0.5291	-0.0398
Юг Маркет Максимум	-0.6913	2.0733	-1.2080	-0.0405
Ти Би Ай Динамик	-0.3786	-0.6848	-0.6314	-0.0483
ДСК Растеж	-0.7369	-8.7133	-1.1606	-0.0511
Астра Плюс	-0.4797	-0.6455	-0.8836	-0.0679
БенчМарк фонд 2	-0.6388	1.8576	-0.9601	-0.0642
Реалфинанс Високодоходен фонд	-1.0570	-1.7842	-1.5964	-0.0788

Варчев Високодоходен фонд	-0.7686	-1.5787	-1.0956	-0.0942
Райфайзен (България) фонд Акции	-1.8791	-1.5736	-2.4483	-0.0963
Алфа индекс имоти	-0.7589	-1.8204	-1.3214	-0.0977
Болкан Кепитъл – ДФ Европа	-1.4416	-3.7766	-1.9928	-0.0994
Стандат инвестмънт Високодоходен фонд	-1.1470	-0.7216	-1.5423	-0.1084
Болкан Кепитъл – ДФ Балкани	-0.6739	-1.3124	-0.9653	-0.1068
Елана Високодоходен фонд	-1.2578	-51.2174	-1.6158	-0.1038
Съгласие Профит	-0.7991	4.1349	-1.2648	-0.1024
Сомони Прогрес	-2.1912	3.1162	-2.7357	-0.1207
Актив Високодоходен	-1.3030	-2.7947	-1.6939	-0.1449
Алфа индекс топ 20	-1.0491	-5461.3973	-1.5181	-0.1430
Златен лев индекс 30	-1.1384	-2.2155	-1.6350	-0.1531
Капман Макс	-0.9890	108.9713	-1.4186	-0.1506
Адванс Инвест	-1.3143	2.2735	-1.7029	-0.1541
Инвест Актив	-2.1658	40.3277	-2.5530	-0.1665
БенчМарк фонд 3	-2.2711	3.8009	-2.7643	-0.3030

Източник: БИМА

Коефициентите показани в горната таблица, както и на фигура 4 подкрепят резултатите и казаното по-горе. Адванс IPO и Адванс Източна Европа са двата фонда с най-добре селектирани позиции в портфейлите си, които предоставят едновременно и максимално съотношение реализирана доходност/поет риск. Същевременно, трябва да отчетем стореното и от фонд мениджъра на ПИБ Авангард, който независимо от по-ниската реализирана доходност постига втори по големина коефициент на Трепнор. Трябва да отбележим, че Стандарт инвестмънт Международен фонд и Аврора Кепитъл Глобал Комодити фонд, единствени от фондовете отчитащи доходност над безрисковата, показват и добра диверсификация на портфейлите си, спрямо нашия бенчмарк.

Фиг. 4



В заключение, трябва да кажем, че големият брой отрицателни стойности за коефициента на Sharpe (както и минусовите стойности за доходност от нетна селекция) се дължат основно на понижението на българските индекси. Но също така негативните стойности на тези показатели, при

фондовете реализирали положителна доходност за периода, показват, че реално нито един от тези портфейли не е бил достатъчно ефективен по отношение на показателя доходност/общ риск. Факт е, че някои от разглежданите фондове, по проспект, инвестират само и единствено на БФБ – София, но горните данни показват, че най-вероятно и много фондове таргетиращи и чуждестранни пазари са инвестирали и продължават да инвестират предимно на Българската борса.

## БАЛАНСИРАНИ ФОНДОВЕ

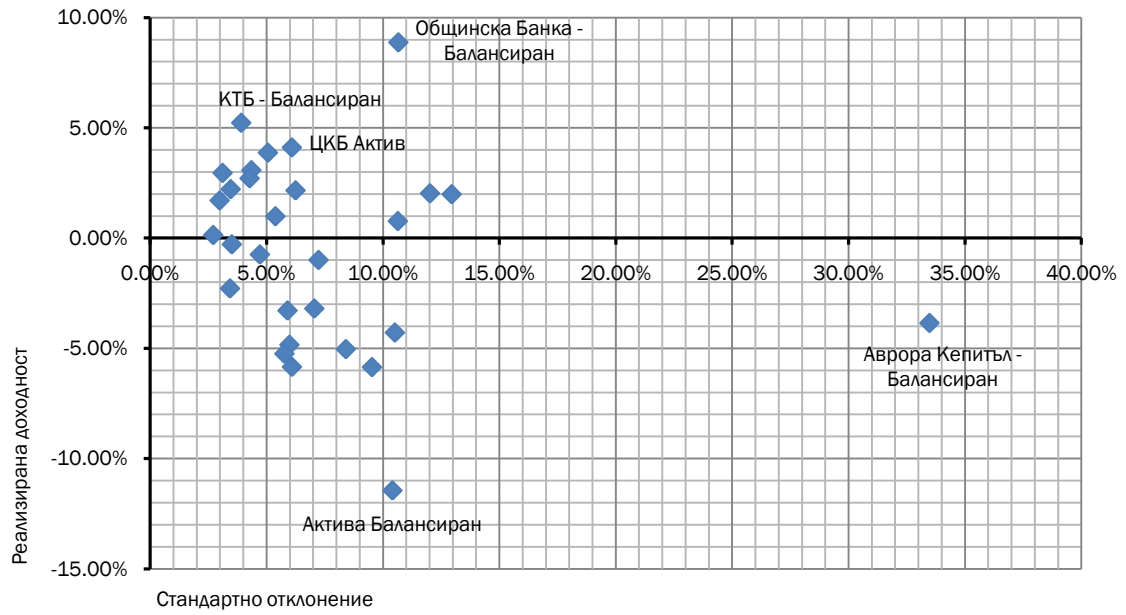
Разгледали сме 29 взаимни фонда, притежаващи балансиран рисков профил и менажирани от български управляващи дружества. В таблица 4 сме поместили класиране на фондовете от групата, подредени според реализираната доходност за 2010 година.

Табл. 4

Договорен фонд	Общ риск $\sigma$	Бета	Доходност	Рискова премия
Общинска Банка фонд Балансиран	0.1066	0.0323	8.87%	5.08%
КТБ фонд Балансиран	0.0391	0.0085	5.23%	1.44%
ЦКБ Актив	0.0608	0.0050	4.11%	0.32%
ОББ фонд Балансиран	0.0506	0.0328	3.87%	0.08%
ЮГ Маркет Оптимум	0.0434	0.0106	3.08%	-0.71%
Сентинел Принсипал	0.0311	0.0532	2.95%	-0.84%
Ти Би Ай Съкровище	0.0427	0.0202	2.71%	-1.08%
ПИБ Класик	0.0346	-0.0002	2.22%	-1.57%
БенчМарк фонд 1	0.0624	-0.0263	2.16%	-1.63%
Райфайзен (България) балансиран доларов фонд (USD)	0.1202	-0.1415	2.03%	-1.76%
Елана Балансиран доларов фонд(USD)	0.1295	-0.1743	1.99%	-1.80%
ДСК Баланс	0.0298	0.0112	1.71%	-2.08%
Ти Би Ай Хармония	0.0538	0.0226	0.99%	-2.80%
Астра Баланс	0.1064	0.0341	0.77%	-3.02%
Райфайзен (България) балансиран фонд	0.0271	0.0980	0.14%	-3.65%
Болкан Кепитъл – Балансиран	0.0350	0.0023	-0.28%	-4.07%
Експат Ню Юръп Пропъртис	0.0471	0.0416	-0.74%	-4.53%
Златен лев Балансиран	0.0723	0.0252	-0.99%	-4.78%
Инвест Класик	0.0343	0.0037	-2.28%	-6.07%
Реалфинанс Балансиран фонд	0.0705	0.0381	-3.19%	-6.98%
Елана Балансиран еврофонд	0.0590	-0.0001	-3.28%	-7.07%
Аврора Кепитъл Балансиран фонд	0.3347	0.3524	-3.85%	-7.64%
Съгласие Престиж	0.1051	0.0356	-4.28%	-8.07%
КД Пеликан	0.0598	0.0732	-4.84%	-8.63%
Варчев Балансиран фонд	0.0840	0.0458	-5.03%	-8.82%
Сомони Стратегия	0.0576	-0.0137	-5.24%	-9.03%
Капман Капитал	0.0609	-0.0015	-5.84%	-9.63%
Стандарт инвестмънт Балансиран	0.0952	0.0719	-5.85%	-9.64%
Активна Балансиран	0.1040	0.0335	-11.44%	-15.23%

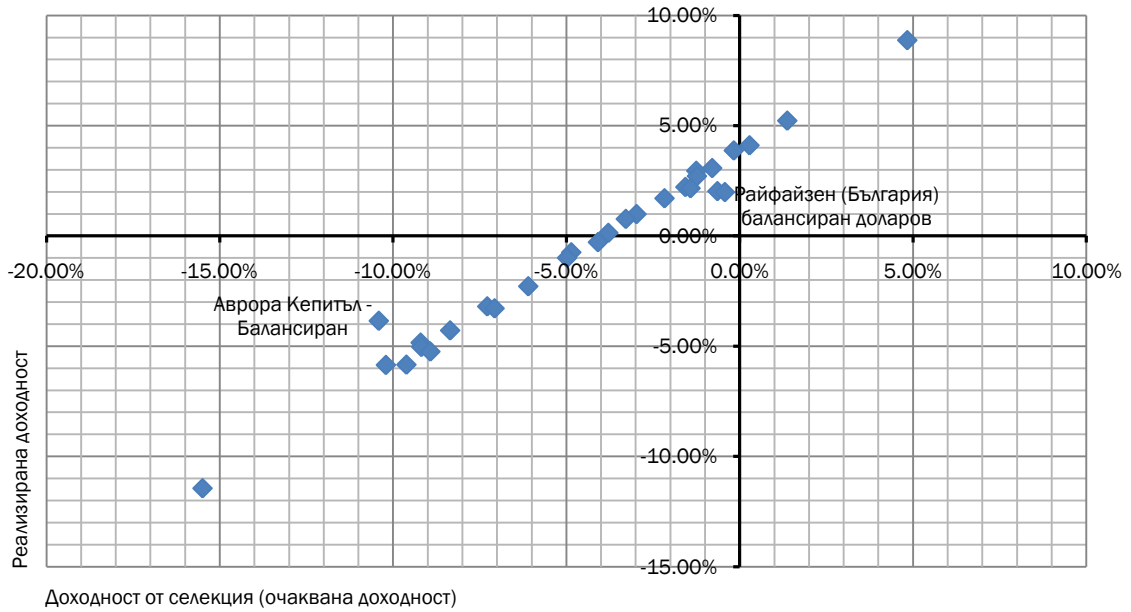
Източник: БАУД; Интернет страници на дружествата; КФН

Фиг. 5

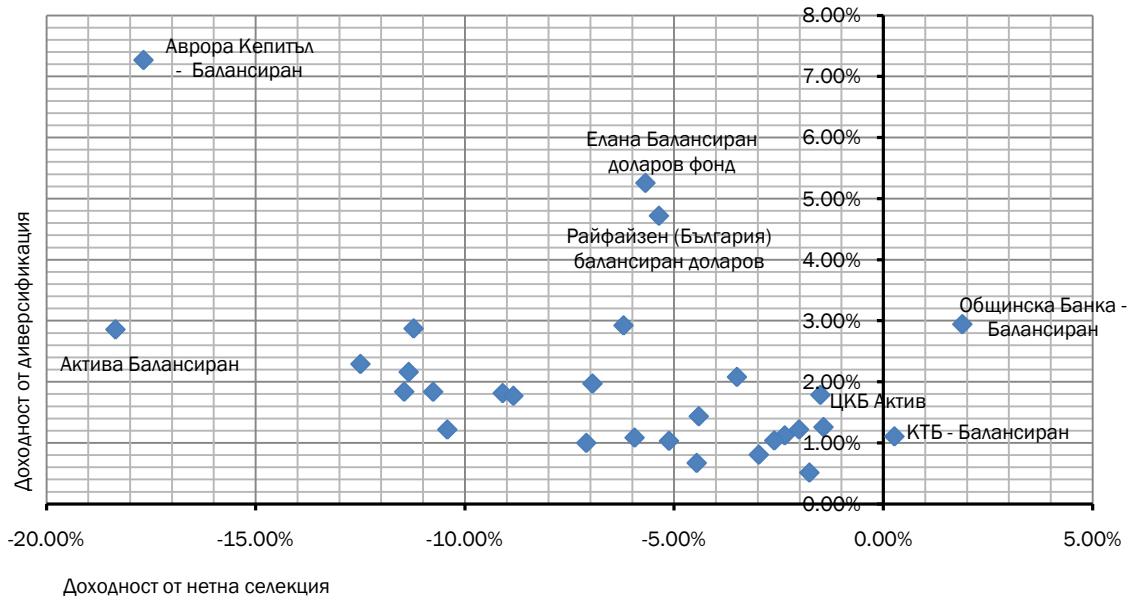


Виждаме, че за 2010 г. положителна доходност постигат фонд мениджърите на 15 балансирани фонда, което е малко под 52% от общата извадка. Само 4 фонда, или 14% от групата, обаче успяват да победят безрисковия ни бенчмарк.

Фиг. 6



Фиг. 7



Два договорни фонда – Общинска банка – Балансиран фонд и КТБ Балансиран фонд показват положителна доходност от нетна селекция, съответно 1.89% и 0.26%. Тези два фонда, заедно с ЦКБ Актив са и единствените в групата, реализирали по-висока доходност, от тази на наивно избран портфейл със същото ниво на риск. Показанията тук са съответно 4.83%, 1.37% и 0.28%.

Фондът на Общинска банка е и единственият показал положителен коефициент на Sortino, спрямо целевата доходност на средния безсрочен депозит. Ниското съотношение на доходността от нетна селекция към общата доходност от селекция, обаче, говори и за наличие на доза несистематичен риск, за който вложителите във фонда не трябва да „плащат“, особено ако този фонд е с балансиран рисков профил. По този показател фондът на ОББ се представя доста по-добре, като неговият общ риск е повече от двойно по-малък от този на фонд Балансиран на Общинска Банка, но пък при ОББ Балансиран фонд доходността от селекция е по-незадоволителна и е с отрицателна стойност.

В таблици 5 и 6 сме поместили данни за декомпозираните, по метода на Fama, доходности на всички КИС от групата на балансираните инвестиционни схеми, както и за коефициентите на Sharpe, Treynor, Sortino и Jensen's alpha.

Табл. 5

Договорен фонд	Историческа доходност	Безрискова доходност	Рискова премия	Доходност от селекция	Доходност от дивер.	Нетна селекция	Доходност от мен. риск	Доходност от инв. риск	Доходност от риск
Общинска Банка фонд Балансиран	8.87%	3.79%	5.08%	4.83%	2.94%	1.89%	-7.62%	7.87%	0.25%
КТБ фонд Балансиран	5.23%	3.79%	1.44%	1.37%	1.11%	0.26%	-7.80%	7.87%	0.07%
ЦКБ Актив	4.11%	3.79%	0.32%	0.28%	1.79%	-1.51%	-7.83%	7.87%	0.04%
ОББ фонд Балансиран	3.87%	3.79%	0.08%	-0.17%	1.26%	-1.43%	-7.61%	7.87%	0.26%
ЮГ Маркет Оптимум	3.08%	3.79%	-0.71%	-0.80%	1.22%	-2.02%	-7.79%	7.87%	0.08%
Сентинел Принципал	2.95%	3.79%	-0.84%	-1.26%	0.51%	-1.77%	-7.45%	7.87%	0.42%
Ти Би Ай Съкровище	2.71%	3.79%	-1.08%	-1.24%	1.12%	-2.36%	-7.71%	7.87%	0.16%
ПИБ Класик	2.22%	3.79%	-1.57%	-1.57%	1.04%	-2.61%	-7.87%	7.87%	0.00%
БенчМарк фонд 1	2.16%	3.79%	-1.63%	-1.42%	2.08%	-3.50%	-8.08%	7.87%	-0.21%
Райфайзен (България) балансиран доларов фонд (USD)	2.03%	3.79%	-1.76%	-0.65%	4.72%	-5.37%	-8.99%	7.87%	-1.11%

Елана Балансиран доларов фонд(USD)	1.99%	3.79%	-1.80%	-0.43%	5.26%	-5.69%	-9.24%	7.87%	-1.37%
ДСК Баланс	1.71%	3.79%	-2.08%	-2.17%	0.81%	-2.98%	-7.78%	7.87%	0.09%
Ти Би Ай Хармония	0.99%	3.79%	-2.80%	-2.98%	1.44%	-4.41%	-7.69%	7.87%	0.18%
Астра Баланс	0.77%	3.79%	-3.02%	-3.29%	2.92%	-6.21%	-7.60%	7.87%	0.27%
Райфайзен (България) балансиран фонд	0.14%	3.79%	-3.65%	-3.79%	0.67%	-4.46%	-7.73%	7.87%	0.14%
Болкан Кепитъл – Балансиран	-0.28%	3.79%	-4.07%	-4.09%	1.03%	-5.13%	-7.85%	7.87%	0.02%
Експлат Ню Юръп Пропъртис	-0.74%	3.79%	-4.53%	-4.86%	1.09%	-5.95%	-7.54%	7.87%	0.33%
Златен лев Балансиран	-0.99%	3.79%	-4.78%	-4.98%	1.97%	-6.95%	-7.67%	7.87%	0.20%
Инвест Класик	-2.28%	3.79%	-6.07%	-6.10%	1.00%	-7.10%	-7.84%	7.87%	0.03%
Реалфинанс Балансиран фонд	-3.19%	3.79%	-6.98%	-7.28%	1.81%	-9.10%	-7.57%	7.87%	0.30%
Елана Балансиран еврофонд	-3.28%	3.79%	-7.07%	-7.07%	1.77%	-8.84%	-7.87%	7.87%	0.00%
Аврора Кепитъл Балансиран фонд	-3.85%	3.79%	-7.64%	-10.41%	7.27%	-17.68%	-5.10%	7.87%	2.77%
Съгласие Престиж	-4.28%	3.79%	-8.07%	-8.35%	2.87%	-11.23%	-7.59%	7.87%	0.28%
КД Пеликан	-4.84%	3.79%	-8.63%	-9.21%	1.22%	-10.42%	-7.29%	7.87%	0.58%
Варчев Балансиран фонд	-5.03%	3.79%	-8.82%	-9.19%	2.16%	-11.35%	-7.51%	7.87%	0.36%
Сомони Стратегия	-5.24%	3.79%	-9.03%	-8.92%	1.84%	-10.76%	-7.98%	7.87%	-0.11%
Капман Капитал	-5.84%	3.79%	-9.63%	-9.62%	1.84%	-11.45%	-7.88%	7.87%	-0.01%
Стандарт инвестмънт Балансиран	-5.85%	3.79%	-9.64%	-10.21%	2.29%	-12.50%	-7.31%	7.87%	0.57%
Активна Балансиран	-11.44%	3.79%	-15.23%	-15.50%	2.86%	-18.35%	-7.61%	7.87%	0.26%

Източник: БИМА

Разсъжденията ни относно характера и значението на съставните на доходността за рисковите фондове важат и тук. Повечето фондове генерират допълнителна доходност за поетия риск, но в почти всички случаи той не е оправдан от крайния резултат.

Както в предишната група фондове, негативните стойности на доходността от селекция, при фондовете реализирали положителна обща доходност показват, че реално нито един от тези портфейли не е бил достатъчно ефективен по отношение на показателя доходност/общ риск на портфейла.

Табл. 6

Договорен фонд	Sharpe	Treynor	Sortino	Jensen's $\alpha$
Общинска Банка фонд Балансиран	0.4770	1.5753	0.5628	0.0483
КТБ фонд Балансиран	0.3673	1.6937	-0.0377	0.0137
ЦКБ Актив	0.0524	0.6340	-0.3642	0.0028
ОББ фонд Балансиран	0.0166	0.0256	-0.3926	-0.0017
ЮГ Маркет Оптимум	-0.1644	-0.6727	-0.7502	-0.0080
Сентинел Принципал	-0.2696	-0.1574	-0.8714	-0.0126
Ти Би Ай Съкровище	-0.2527	-0.5351	-0.7374	-0.0124
ПИБ Класик	-0.4549	73.1449	-1.1479	-0.0157
БенчМарк фонд 1	-0.2609	0.6195	-0.6005	-0.0142
Райфайзен (България) балансиран доларов фонд (USD)	-0.1465	0.1244	-0.3748	-0.0065
Елана Балансиран доларов фонд(USD)	-0.1392	0.1034	-0.3442	-0.0043
ДСК Баланс	-0.6987	-1.8619	-1.4621	-0.0217
Ти Би Ай Хармония	-0.5210	-1.2389	-1.0368	-0.0298
Астра Баланс	-0.2839	-0.8860	-0.6203	-0.0329

Райфайзен (България) балансиран фонд	-1.3497	-2.0476	-2.0850	-0.0379
Болкан Кепитъл – Балансиран	-1.1627	-17.5116	-1.8104	-0.0409
Експат Нью Юръп Пропъртис	-0.9623	-1.0894	-1.6868	-0.0486
Златен лев Балансиран	-0.6617	-1.8992	-1.0971	-0.0498
Инвест Класик	-1.7723	-16.5943	-2.3304	-0.0610
Реалфинанс Балансиран фонд	-0.9910	-1.8315	-1.5370	-0.0728
Елана Балансиран еврофонд	-1.1994	485.6305	-1.5891	-0.0707
Аврора Кепитъл Балансиран фонд	-0.2282	-0.2168	-0.3809	-0.1041
Съгласие Престиж	-0.7683	-2.2678	-1.2104	-0.0835
КД Пеликан	-1.4431	-1.1785	-1.9567	-0.0921
Варчев Балансиран фонд	-1.0502	-1.9271	-1.5246	-0.0919
Сомони Стратегия	-1.5675	6.6028	-2.2563	-0.0892
Капман Капитал	-1.5816	66.0858	-2.0923	-0.0962

Източник: БИМА

Видно е, че трите фонда показали най-добри резултати при модела на Fama, очаквано отчитат и тук, най-добри данни. По отношение на коефициента на Sharpe, с изключение на 4 фонда – Общинска банка Балансиран фонд, КТБ Балансиран фонд, ЦКБ Актив и ОББ Балансиран фонд, всички останали от групата са с по-слабо представяне от безрисковия ни бенчмарк.

От фондовете с положителна рискова премия, според коефициента на Treynor най-добре се представя КТБ Балансиран фонд, но при сравнение на рисково премерените доходности Общинска банка – Балансиран фонд затвърждава по-доброто си представяне с коефициент на Sortino от 0.56 – единствената положителна стойност в групата.

## НИСКОРИСКОВИ ФОНДОВЕ И ФОНДОВЕ НА ПАРИЧЕН ПАЗАР

Разгледали сме 21 взаимни фонда, притежаващи нискорисков инвестиционен профил, включително и инвестиращи на паричен пазар и управлявани от български дружества. В таблица 7 сме поместили класиране на фондовете от групата, подредени според реализираната доходност за 2010 година, техните рискови показатели и реализираната рискова премия.

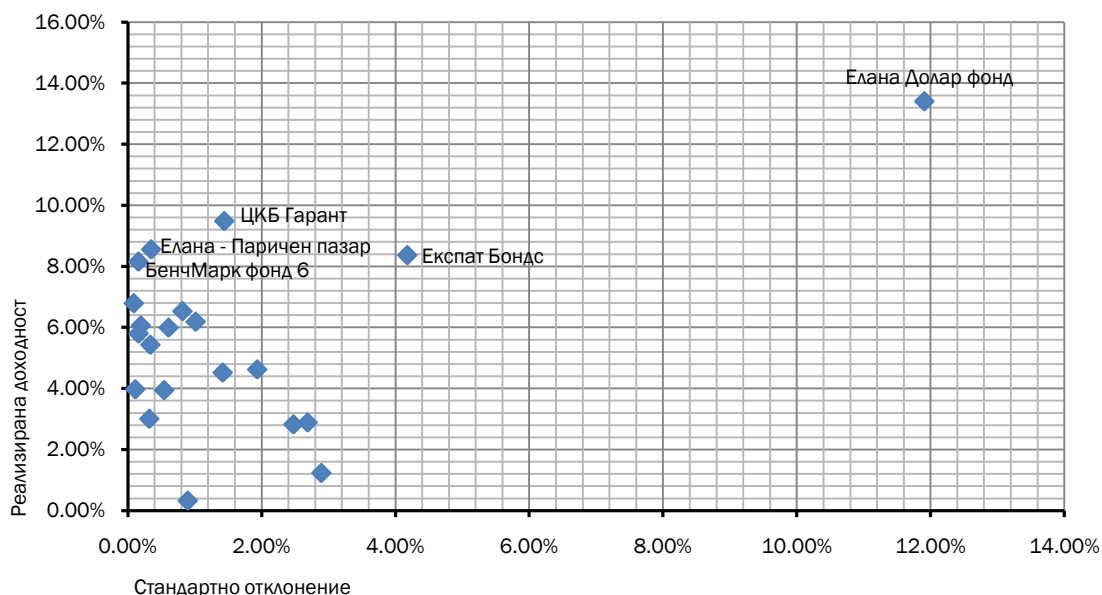
Табл. 7

Договорен фонд	Общ риск $\sigma$	Бета	Доходност	Рискова премия
Елана Долар фонд (USD)	0.1190	-0.1772	13.41%	9.62%
ЦКБ Гарант	0.0144	-0.0085	9.48%	5.69%
Елана фонд Паричен пазар	0.0035	0.0039	8.56%	4.77%
Експат Бондс	0.0418	-0.0445	8.37%	4.58%
БенчМарк фонд 6	0.0016	0.0015	8.15%	4.36%
Астра Кеш	0.0009	0.0015	6.79%	3.00%
Райфайзен (България) фонд Облигации	0.0082	0.0019	6.53%	2.74%
ОББ Платинум Облигации	0.0101	0.0081	6.19%	2.40%
Райфайзен (България) фонд Паричен пазар	0.0019	0.0003	6.06%	2.27%
ДСК Стандарт	0.0061	0.0004	5.99%	2.20%
Алфа фонд Паричен пазар	0.0016	0.0016	5.80%	2.01%
Елана Еврофонд (EUR)	0.0034	0.0031	5.43%	1.64%
ПИБ Гарант	0.0193	-0.0039	4.62%	0.83%
КД Облигации България	0.0142	0.0029	4.52%	0.73%

Сентинел Рапид	0.0011	0.0009	3.97%	0.18%
Ти Би Ай Евробонд	0.0054	-0.0004	3.94%	0.15%
ДСК Евроактив	0.0032	-0.0033	3.01%	-0.78%
ДСК Имоти	0.0269	0.0041	2.88%	-0.91%
Ти Би Ай Комфорт	0.0248	0.0131	2.82%	-0.97%
Стандарт Инвестмънт Консервативен фонд	0.0289	-0.0109	1.23%	-2.56%
Сомони Евростабилност	0.0090	-0.0023	0.32%	-3.47%

Източник: БАУД; Интернет страници на дружествата; КФН

Фиг. 8



Всички фондове от групата реализира положителна доходност за периода, което е резонно предвид рисковия профил на раздела. Пет от фондовете, обаче не достигат минималната безрискова доходност на нашия бенчмарк. Това са двата фонда на ДСК – Евроактив и Имоти, Ти Би Ай Комфорт, Стандарт Инвестмънт Консервативен фонд и Сомони Евростабилност. Казаното се визуализира и на графиката от фигура 9.

Интерес буди високият общ риск на портфейла на Елана Долар фонд, както и отрицателната корелация на портфейла с индексния ни бенчмарк. Този факт, естествено е продиктуван от движението на USD през изминалата година. Високото общо ниво на риск за фонда, обаче не е подкрепено в достатъчна степен от постигнатата доходност и се отразява в нисък коефициент на Sharpe, както се вижда по-долу.

По реализирана доходност Елана фонд Парижен 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 Парижен пазар превъзхожда двата фонда постигнали по-висока доходност.

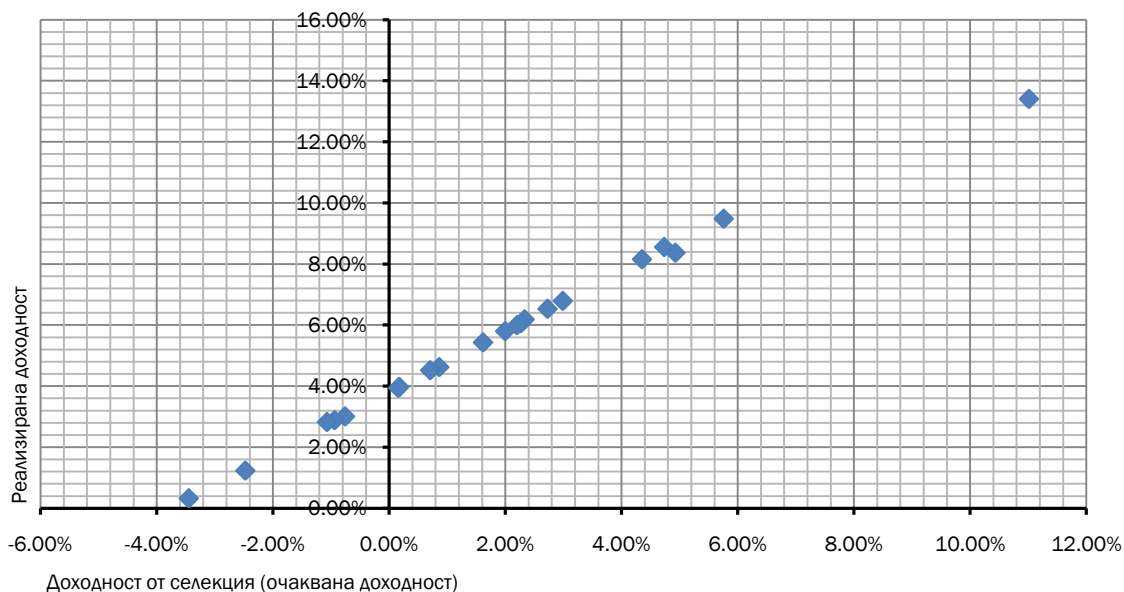


Табл. 8

Договорен фонд	Историческа доходност	Безрискова доходност	Рискова премия	Доходност от селекция	Доходност от дивер.	Нетна селекция	Доходност от риск
Елана Долар фонд (USD)	13.41%	3.79%	9.62%	11.01%	4.97%	6.05%	-1.40%
ЦКБ Гарант	9.48%	3.79%	5.69%	5.76%	0.50%	5.26%	-0.07%
Елана фонд Паричен пазар	8.56%	3.79%	4.77%	4.73%	0.07%	4.66%	0.03%
Експат Бондс	8.37%	3.79%	4.58%	4.93%	1.60%	3.32%	-0.35%
БенчМарк фонд 6	8.15%	3.79%	4.36%	4.35%	0.04%	4.32%	0.01%
Астра Кеш	6.79%	3.79%	3.00%	2.99%	0.02%	2.97%	0.01%
Райфайзен (България) фонд Облигации	6.53%	3.79%	2.74%	2.73%	0.23%	2.50%	0.01%
ОББ Платинум Облигации	6.19%	3.79%	2.40%	2.33%	0.24%	2.09%	0.06%
Райфайзен (България) фонд Паричен пазар	6.06%	3.79%	2.27%	2.27%	0.06%	2.21%	0.00%
ДСК Стандарт	5.99%	3.79%	2.20%	2.20%	0.18%	2.02%	0.00%
Алфа фонд Паричен пазар	5.80%	3.79%	2.01%	2.00%	0.04%	1.96%	0.01%
Елана Еврофонд (EUR)	5.43%	3.79%	1.64%	1.62%	0.08%	1.54%	0.02%
ПИБ Гарант	4.62%	3.79%	0.83%	0.86%	0.61%	0.25%	-0.03%
КД Облигации България	4.52%	3.79%	0.73%	0.71%	0.40%	0.30%	0.02%
Сентинел Рапид	3.97%	3.79%	0.18%	0.17%	0.03%	0.15%	0.01%
Ти Би Ай Евробонд	3.94%	3.79%	0.15%	0.15%	0.17%	-0.01%	0.00%
ДСК Евроактив	3.01%	3.79%	-0.78%	-0.76%	0.12%	-0.88%	-0.03%
ДСК Имоти	2.88%	3.79%	-0.91%	-0.94%	0.77%	-1.71%	0.03%
Ти Би Ай Комфорт	2.82%	3.79%	-0.97%	-1.07%	0.64%	-1.71%	0.10%
Стандарт Инвестмънт Консервативен фонд	1.23%	3.79%	-2.56%	-2.48%	0.95%	-3.43%	-0.09%
Сомони Евростабилност	0.32%	3.79%	-3.47%	-3.45%	0.29%	-3.74%	-0.02%

Източник: БИМА

Фиг. 9



Фиг. 10

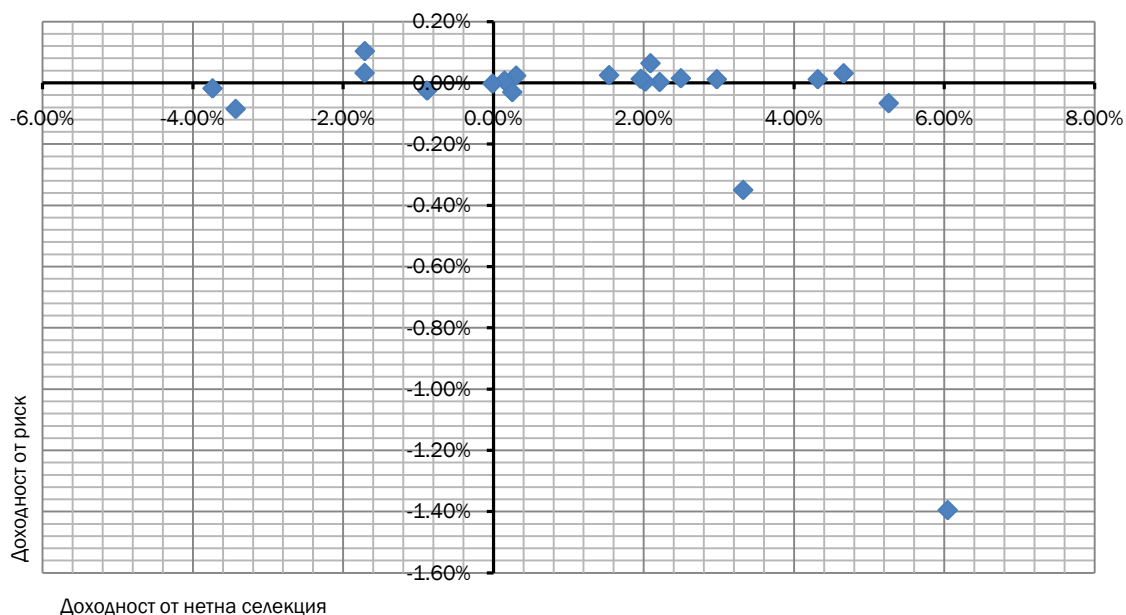


Табл. 9

Договорен фонд	Sharpe	Treynor	Sortino	Jensen's $\alpha$
Елана Долар фонд (USD)	0.8079	-0.5427	0.9604	0.1101
ЦКБ Гарант	3.9485	-6.7249	5.4513	0.0576
Елана фонд Паричен пазар	13.6589	12.1255	28.2042	0.0473
Експат Бондс	1.0959	-1.0295	1.2585	0.0493
БенчМарк фонд 6	27.5171	30.0106	-	0.0435
Астра Кеш	33.4091	20.6779	261.6613	0.0299
Райфайзен (България) фонд Облигации	3.3566	14.7943	2.4194	0.0273
ОББ Платинум Облигации	2.3608	2.9633	1.2439	0.0233
Райфайзен (България) фонд П.п.	11.6714	75.3930	6.9629	0.0227
ДСК Стандарт	3.6167	54.0472	1.6076	0.0220
Алфа фонд Паричен пазар	12.4949	12.5983	7.0699	0.0200
Елана Еврофонд (EUR)	4.8671	5.2197	0.3695	0.0162
ПИБ Гарант	0.4302	-2.1392	-0.5188	0.0086
КД Облигации България	0.5137	2.4749	-0.7025	0.0071
Сентинел Репид	1.6157	2.1172	-6.1171	0.0017
Ти Би Ай Евробонд	0.2801	-4.1842	-2.5711	0.0015
ДСК Евроактив	-2.4391	2.3961	-5.1170	-0.0076
ДСК Имоти	-0.3373	-2.2215	-1.4880	-0.0094
Ти Би Ай Комфорт	-0.3909	-0.7391	-1.2635	-0.0107
Стандарт Инвестмънт Консервативен фонд	-0.8853	2.3588	-1.4763	-0.0248
Сомони Евростабилност	-3.8684	14.8522	-5.0365	-0.0345

Източник: БИМА

Интересен факт се наблюдава в резултата за коефициент на Sortino за БенчМарк фонд 6. Фондът има полустандартно отклонение равно на 0, спрямо целевата доходност заложена в нашия

обзор. Последното се отразява в коефициент на Sortino, който не може да бъде определен. Практически това означава, че за разглеждания период, на седмична база, дяловете на фонда са отчитали само растеж. Ако комбинираме този факт с високата реализирана доходност и високите коефициенти на портфейла виждаме, че през 2010 година портфейлът на БенчМарк фонд 6 е предоставил добра инвестиционна възможност.

- 
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) 2011, ВСИЧКИ ПРАВА ЗАПАЗЕНИ. Никоя 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