



# Университет за национално и световно стопанство

## АВТОРЕФЕРАТ

За присъждане на образователна и научна степен „доктор“

на тема

Изследване на условията и факторите за пазарно представяне  
на борсово-търгуваните фондове  
и възможностите за тяхното развитие в България



**Автор: Наталия Стоянова Петрова**

Задочен докторант към Катедра Финанси, УНСС

Специалност: Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка

Направление: Корпоративни финанси

Научен ръководител: доц. д-р Тодор Стефанов Недев

София, 2020 г.

**Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**  
Наталия Петрова

**Университет за национално и световно стопанство**

**Финансово-счетоводен факултет**

**Катедра „Финанси“**

---

**Наталия Стоянова Петрова**

**Изследване на условията и факторите за пазарно представяне  
на борсово-търгуваните фондове и възможностите за тяхното  
развитие в България**

## **АВТОРЕФЕРАТ**

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен  
„доктор“ по научна специалност

05.02.05 Финанси,

парично обръщение, кредит и застраховка

(Корпоративни финанси)

Научен ръководител:  
доц. д-р Тодор Недев

**СОФИЯ, 2020 г.**

## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

Дисертационният труд на тема „Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможности за тяхното развитие в България“ се състои от въведение, изложение в четири глави, заключение, приложение и библиография. Използваните източници – български и чуждестранни – са 98 на брой. Общият обем страници на дисертационния труд е 182 стр., от които основен текст 143 стр. Основният текст съдържа 22 графики и 28 таблици. Приложението съдържа 24 таблици. По темата на дисертационния труд са направени 4 публикации: три самостоятелни и една съвместна.

Авторът на дисертационния труд е бил докторант в задочна форма на обучение в катедра „Финанси“ на Университета за национално и световно стопанство (УНСС), София.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 15.12.2020 г. от 13:00 ч. в зала 2032А на Университет за национално и световно стопанство – София (УНСС) на открито заседание на Научното жури, назначено със заповед на Ректора на УНСС. Материалите по защитата са на разположение на заинтересованите лица в сектор „Научни съвети и конкурси“ (дирекция „Наука“) и на интернет страницата на УНСС ([www.unwe.bg](http://www.unwe.bg)).

# Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

## I. Обща характеристика на дисертационния труд

### 1. Актуалност на научното изследване

Избраната тема на изследването в дисертационния труд е актуална и значима поради няколко основни фактора:

- ✚ Борсово-търгуваните фондове се обособяват като гъвкава, достъпна и ликвидна инвестиционна алтернатива, както за индивидуалните, така и за корпоративните и институционалните инвеститори.
- ✚ Търговията с борсово-търгувани фондове се извършва активно на първичен (извънборсов) пазар и вторичен пазар.
- ✚ Борсово-търгуваните фондове допринасят за ликвидността на прилежащите им активи, както и за възможността инвеститорите да придобият диверсифициран портфейл или експозиция към определен индекс или пазар.
- ✚ Борсово-търгуваните фондове са търсен финансов инструмент, който придобива все по-голяма популярност, поради прозрачността на управление, ниските инвестиционни разходи и стриктната регулаторна рамка, която защитава интересите на инвеститорите.
- ✚ В България капиталовият пазар все още е в начален стадий от развитието на борсово-търгуваните фондове.

### 2. Цел и задачи на дисертационния труд

Целта на изследването е от една страна да се систематизира наличната информация за борсово-търгуваните фондове, да се направи преглед на индустрията, да се обособят съществени тенденции в развитието им, да се изтъкнат предимствата и недостатъците на този вид инвестиционни продукти, да се направи преглед на нормативната база, и от друга страна – да се представи модел за измерване на представянето на борсово-търгуваните фондове при пасивна репликация на индекс.

Не на последно място авторът цели да анализира борсово-търгуваните фондове в България, както и да представи задълбочено изследване на представянето им спрямо индексния бенчмарк.

За постигане на тези цели авторът си поставя следните задачи:

- ✚ **Първа задача на изследването:** да се очертаят основните характеристики на борсово-търгуваните фондове като нов вид финансови инструменти, да се

## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

систематизират техните предимства и недостатъци от гледна точка на инвеститорите в тях.

- +** **Втора задача на изследването:** да се изтъкнат и обобщят основните черти на различните техники на репликация през призмата на ефективността на следене и рисковете за инвеститора.
- +** **Трета задача на изследването:** да се направи преглед на регулаторната рамка и да се изведат основните предизвикателства пред индустрията на борсово-търгуваните фондове.
- +** **Четвърта задача на изследването:** да се изведе методология за изследване на представянето на борсово-търгуваните фондове спрямо индексния бенчмарк при стратегия на пасивно репликиране, като се очертаят основните фактори, които оказват влияние върху ефективността на следене на бенчмарка.
- +** **Пета задача на изследването:** да се анализира състоянието на българския капиталов пазар по отношение на създадените борсово-търгувани фондове, тяхното представяне, предимствата, недостатъците и предизвикателствата пред тях.

### **3. Предмет и обект на изследване**

**Предмет** на изследването е доходността на борсово-търгуваните фондове, измерена чрез индикатора за ефективност на следене (tracking efficiency) на прилежащия бенчмарк. В частност предмет на настоящото изследване е измерването на доходността на борсово-търгуваните фондове в България, спрямо индекса, който репликират.

**Обект** на изследването в настоящия труд са борсово-търгуваните фондове като видове финансови инструменти.

### **4. Основна изследователска теза на дисертационния труд**

Формулирана и доказана е следната **теза** на дисертационния труд:

**Борсово-търгуваните фондове в развиващите се пазари в Европа, включително България, все още не са достигнали достатъчно ниво на развитие в сравнение с развитите европейски държави, предвид факторите за пазарно представяне, които съвкупно оказват влияние върху ефективността на следене спрямо прилежащия бенчмарк.**

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

### 5. Работна хипотеза

Работната хипотеза на настоящия дисертационен труд е:

Представянето на борсово-търгуваните фондове, измерено през ефективността на следене на индексния бенчмарк, зависи от: степента на ликвидност на прилежащите инструменти, размера на управляваните от фонда активи, използваната техника за репликация на бенчмарка, наличието на реинвестиране или изплащане на дивиденди, предвидените от фонда възможности за заемане на ценни книжа, размера на разходите за управление на фонда.

### 6. Методология на изследването

В дисертационния труд за използвани редица методи за реализиране на целите и задачите на изследването:

- + историко-логически анализ;
- + емпиричен анализ;
- + метод на бенчмаркинга;
- + анализ на измерителите на доходността и риска;
- + метод на аналогия и моделиране;
- + метод на абстракция и конкретизация;
- + метод на анализ и синтез;
- + сравнителен анализ;
- + дескриптивен анализ;
- + критичен анализ;
- + визуален анализ с графични изображения;
- + иконометричен анализ, базиран на модел на многофакторната регресия.

Извършен е задълбочен преглед на български и чуждестранни литературни източници.

### 7. Ограничения пред труда

При разработването на дисертационния труд са поставени следните ограничения:

Изборът на борсово-търгувани фондове и пазари, които се анализират в изследването, е от ключово значение. Тъй като всяка извадка цели да е максимално прецизна, тя е подчинена на определени критерии, които са обобщени в изложението по-долу:

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

- ✚ Клас активи – избрани са борсово-търгувани фондове, които целят да постигнат пасивно репликиране на доходността на индекси от акции.
- ✚ Географска принадлежност - избрани са фондове на водещи индекси върху акции на европейски пазари. Индексите, които са включени в изследването са: DAX30 за Германия, CAC40 за Франция, FTSE100 за Великобритания, както и сборния индекс за европейските пазари DJ Euro Stoxx 50. За пълнота е включен и S&P500, върху който е построен първият борсово-търгуван фонд в света, но тъй като целта на автора е да изследва предимно европейския пазар, от петте фонда, базирани върху щатския индекс, само два са управлявани в САЩ.
- ✚ Брой фондове, включени в изследването: избрани са 5 водещи индекси, като за всеки индекс са селектирани 5 борсово-търгувани фонда.
- ✚ Доставчици на фондовете – водещите доставчици на борсово-търгувани фондове в Европа с най-голям пазарен дял.
- ✚ Активно или пасивно управление - пасивното следване на представянето на определен индекс.
- ✚ Ливъридж – фондовете с ливъридж са изключени от извадката
- ✚ Времево ограничение на изследването – за целите на изчисляването на коефициентите от дисертационния труд са използвани данни за 2015 г., а за целите на регресионния анализ са използвани данни от три последователни завършени години – 2013, 2014 и 2015 г., за целите на анализа на българските борсово-търгувани фондове са използвани данни от 2016, 2017 и 2018 г.
- ✚ Източник на данни – всички данни за фондовете, включени в изследването, са подбрани и обработени посредством финансовата платформа Bloomberg.

### 8. Приложимост на изследването

Авторът на настоящия дисертационен труд открива потенциал и предизвикателство в това българският инвеститор да се докосне до най-съвременните финансови иновации, да потърси възможности за инвестиция посредством нов вид продукт, да взема информирани решения съобразно своите финансови възможности, инвестиционни цели и склонност към поемане на риск. В този смисъл посредством настоящото изследване на характеристиките и доходността на борсово-търгуваните фондове на примера на световната практика, авторът цели да направи първото по рода си подобно изследване в България и да очертае част от новите предизвикателства пред развитието на българския капиталов пазар. Не на последно място авторът цели да

## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

приложи на практика способите за създаване на борсово-търгуван фонд с подобрена ефективност на следене на прилежащия бенчмарк. Изследването може да бъде основа за повишаване на финансовата грамотност на населението, предвид стартирани проекти в тази насока с подкрепата на държавни институции.



## **II. Структура и съдържание на дисертационния труд**

**Списък на използваните съкращения**

**Списък на таблиците**

**Списък на графиките**

**Приложения**

**Въведение**

**Глава първа**

**Борсово-търгувани фондове – същност, видове, основни характеристики**

1. Определение за борсово-търгуван фонд
2. Предимства на борсово-търгуваните фондове
3. Рискове при борсово-търгуваните фондове
4. Разлики между борсово-търгуваните фондове и взаимните фондове
6. Видове борсово-търгувани фондове
  - 6.1. Пасивни и активни
  - 6.2. Физическа и синтетична репликация
  - 6.3. Ливъридж и обратен ливъридж
  - 6.4. Доставчици на борсово-търгувани фондове
  - 6.5. Обобщение

**Глава втора**

**Преглед на индустрията на борсово-търгуваните фондове**

1. Възникване и развитие на борсово-търгуваните фондове
2. Литературен обзор
3. Преглед на регулаторната рамка

**Глава трета:**

**Методология за изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове**

1. Избор на фондове, участващи в изследването
2. Използвани коефициенти
3. Обобщение на резултатите
4. Ефективност на следене
5. Регресионен анализ

**Глава четвърта:**

**Борсово-търгуваните фондове в България**

1. Преглед на индустрията на колективните инвестиционни схеми в България
2. Предпоставки за създаване на борсово-търгувани фондове
3. Данъчно облагане при борсово-търгуваните фондове в България
4. История на борсово-търгуваните фондове в България

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

5. Измерване на доходността на борсово търгуваните фондове в България спрямо прилежащия бенчмарк

5.1. Expat Bulgaria SOFIX UCITS ETF

5.2. Expat Poland WIG20 UCITS ETF

5.3. Expat Greece ASE UCITS ETF

5.4. Expat Romania BET UCITS ETF

5.5. Expat Czech PX WIG20 UCITS ETF

5.6. Expat Slovakia SAX UCITS ETF

5.7. Expat Hungary BUX UCITS ETF

5.8. Expat Slovenia SBI UCITS ETF

5.9. Expat Croatia CROBEX UCITS ETF

5.10. Expat Serbia BELEX UCITS ETF

5.11. Expat Macedonia MBI10 UCITS ETF

6. Описание на процеса по структуриране на борсово-търгуван фонд

7. Предложения за промяна в нормативната уредба относно борсово-търгуваните фондове

**Заклучение**

**Приложение**

**Библиография**

**Глава Първа** обхваща определението за борсово-търгуван фонд, систематизиран и критичен анализ на предимствата, недостатъците и рисковете на борсово-търгуваните фондове. Открити са видовете борсово-търгувани фондове, като са изведени и основните прилики и различия с взаимните фондове. Тази част от разработката служи за основа при разработването на следващата глава от изложението.

**Глава Втора** съдържа подробен анализ на индустрията на борсово-търгуваните фондове. Представени и коментирани са подробни статистически данни за състоянието и динамиката на фондовете на настоящия етап. Глава втора съдържа преглед на ключови моменти от българското и европейското законодателство, дефиниции на понятия и коментар на хармонизирането на българската регулаторна рамка с тази на ЕС.

**Трета глава** е методологическа и методическа. Представени са информационните източници и основните икономически показатели на избраните борсово-търгувани фондове. Осъществен е анализ на представянето им съгласно избрани показатели за риск, доходност и ефективност на следене на индексния бенчмарк. Резултатите от анализа на

## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

показателите са представени в матрица. Конструиран е модел на многофакторна регресия с цел открояване на зависимостта на ефективността на следене от избрани фактори.

**Четвърта глава** описва състоянието на индустрията на взаимните фондове и борсово-търгувани фондове в България. Направен е анализ на показателите на съществуващите единадесет фонда у нас, като е изработена и методология за създаване на борсово-търгуван фонд, съдържаща основните приоритети при конструирането му. Направен е анализ на спецификите на данъчното облагане. Авторът споделя виждането и предложението си за промяна в нормативната уредба, касаеща ликвидността на борсово-търгуваните фондове.

### **III. Синтезирано изложение на дисертационния труд**

#### **Въведение**

Във въведението е посочено в какво се изразяват актуалността и значимостта на изследваните борсово-търгувани фондове, като видове финансови инструменти, във връзка с липсата на подобни изследвания в България. Обособени са целта, задачите, тезата, предметът и обектът на изследване. Като предмет на изследване е определена доходността на борсово-търгуваните фондове, измерена чрез индикатора ефективност на следене на прилежащия бенчмарк.

#### **Глава първа:**

### **Борсово-търгувани фондове – същност, видове, основни характеристики**

#### **1. Определение за борсово-търгуван фонд**

Борсово-търгуваните фондове (ETF) са финансови инструменти, които представляват кошница от ценни книжа, но се търгуват като индивидуална ценна книга на борсата<sup>1</sup>. Борсово-търгуваните фондове са колективни инвестиционни схеми от отворен тип, които се търгуват през целия ден като акции на вторичен пазар, т.е. посредством борса. Инвеститорите могат да закупят или продадат акции на борсово-търгуван фонд посредством своя брокер.

Съгласно определението на ESMA<sup>2</sup> предприятие за колективно инвестиране в прехвърляеми ценни книжа (ПКИПЦК) с ETF е ПКИПЦК, най-малко един дял или един клас акции, на което се търгуват през целия ден на поне един регистриран пазар или в многостранна търговска система с най-малко един маркет-мейкър, който прави необходимото, за да гарантира, че борсовата стойност на дяловете или акциите не се различава съществено от нетната стойност на активите, а когато е приложимо – от индикативната нетна стойност на активите.

Борсово-търгуваните фондове репликират движението на определен индекс или сектор, като целят да постигнат дневно изменение преди такси и комисионни, равно на

---

<sup>1</sup> [www.cboe.com](http://www.cboe.com)

<sup>2</sup> European Securities and Markets Authority: Насоки за компетентните органи и дружествата, управляващи ПКИПЦК, 01/08/2014 ESMA/2014/937BG

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

движението на прилежащия им актив. Борсово-търгуваните фондове позволяват на инвеститора чрез закупуването на една ценна книга да стане собственик на диверсифициран портфейл от книжа, избрани на определен принцип. Той може да реализира печалба, както при положително, така и при отрицателно изменение на пазара в зависимост от стратегията на фонда да заема дълга или къса позиция спрямо кошницата от ценни книжа, върху която е конструиран. Фондовете позволяват и търговия с възможност за реализиране на повече от 100% печалба върху изменението на прилежащия актив посредством ливъридж.

### 2. Предимства на борсово-търгуваните фондове

Целта на настоящата част от дисертационния труд е да опише и конкретизира какви са предимствата за инвеститорите от инвестиция в борсово-търгуван фонд. Тъй като инструментът е много подобен на взаимните фондове, при изброяването на предимствата, авторът се стреми да даде и кратко разграничение между двата вида продукта, като чрез метода на съпоставянето, да направи анализа по-значим. Сред предимствата се открояват:

- ✚ Ликвидност
- ✚ Прозрачност
- ✚ Диверсификация
- ✚ Гъвкавост на инвестициите
- ✚ Ефективност на разходите
- ✚ Възможност за маржин покупки и къси продажби
- ✚ Ливъридж
- ✚ Възможност за реализиране на доходност при спад на пазара
- ✚ Разходи за данъци
- ✚ Създаване на деривати върху акции на борсово-търгувани фондове

### 3. Рискове при борсово-търгуваните фондове

В началото на развитието си, пасивно управляваните ETF-и са лесни и разбираеми, но понастоящем наличието на продукти с ливъридж, обратен ливъридж<sup>3</sup>, синтетични структури, подлагат борсово-търгуваните фондове на допълнителна комплексност и нови измерения на рисковете, които носят. Тези допълнителни рискове,

---

<sup>3</sup> Inverse leverage ETFs

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

сложност и намалена прозрачност през последните години привличат вниманието на регулаторите. Борсово-търгуваните фондове стават център на различни дискусии относно това дали заплашват финансовата стабилност или не. Опасенията са свързани със систематичния риск, високата волатилност, доколко са подходящи за малките инвеститори, липса на прозрачност и ликвидност, заемане на ценни книжа и експозиции към контрагенти и други. В последствие регулаторните изисквания се завишават с цел да редуцират възможните рискове, като включват преминаване от един към няколко контрагента, по-високи нива на обезпечение, разкриване на компонентите на обезпечението и компонентите на портфейла. Сред разгледаните фактори, оказващи влияние върху риска на борсово-търгуваните фондове са:

- ✚ Пазарен риск
- ✚ Волатилност и период на държане
- ✚ Систематичен риск
- ✚ Грешка от следене
- ✚ Търговия с премия/дисконт
- ✚ Риск от промяна на валутния курс
- ✚ Ликвиден риск
- ✚ Риск от контрагента

### 4. Разлики между борсово-търгуваните фондове и взаимните фондове

Безспорно един от най-важните въпроси при разглеждане на борсово-търгуваните фондове е тяхната концептуална близост с взаимните фондове. За целите на настоящата разработка и предвид факта, че инвеститорите в България не разполагат с подробни източници на информация относно този вид финансови инструменти, е важно да се направи разграничение между взаимен фонд и борсово-търгуван фонд. И докато по същество те представляват събрани от инвеститорите средства, които биват инвестирани в един общ портфейл, преследващ определени инвестиционни ограничения и цели, дълбоко в тяхната същност се открояват редица разлики, които могат да бъдат съществени при вземане на инвестиционни решения.

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

Дискусионен е въпросът защо все още активите, инвестирани във взаимни фондове са повече, независимо че при борсово-търгуваните фондове се открояват редица предимства за инвеститорите. Обяснението относно преимуществения дял на активите на взаимните фондове се крие в значително по-дългата им история. Първият взаимен фонд е създаден през 1774 г., но активността на тези финансови инструменти започва едва в началото на 20 век. В развитите държави те са много познат и удобен начин за спестяване и инвестиция. Въпреки че държат лидерската позиция по размер на активите, входящите парични потоци във взаимни фондове нарастват с по-малка степен спрямо борсово-търгуваните фондове.

Настоящият преглед показва ясно изместването на инвеститорския фокус към борсово-търгуваните фондове, като финансова иновация, осигуряваща лесен достъп както на индивидуалните, така и на институционалните инвеститори до различни пазари, инструменти, валути, сектори. Те са по-прозрачни като продукт особено при пасивно репликиране на индекс, а разходите по управлението и администрацията им са по-ниски в сравнение с взаимните фондове.

**Таблица 1: Сравнение на разходите на взимните и борсово-търгуваните фондове**

Класове активи на фонда	Взаимен фонд	Борсово-търгуван фонд
Акции с висока пазарна капитализация	1.31%	0.47%
Акции със средна пазарна капитализация	1.45%	0.56%
Акции с ниска пазарна капитализация	1.53%	0.52%
Акции на компании в чужбина	1.57%	0.56%
Облагаеми облигации	1.07%	0.30%
Общински облигации	1.06%	0.23%

Източник: Forbes, FINRA

### 6. Видове борсово-търгувани фондове

В зависимост от методологията на структуриране на портфейла, борсово-търгуваните фондове могат да бъдат пасивни (базирани върху индекс) или активни и могат да преследват своята инвестиционни цели, използвайки физическа репликация или синтетична инвестиционна стратегия.

#### 6.1. Пасивни и активни

Пасивните фондове целят пълна репликация на структурата и доходността на даден индекс, посредством конструиране на портфейл, който отговаря като компоненти и тегла на състава на индекса.

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

Борсово-търгуваните фондове, управлявани посредством дискреционни решения на портфолио мениджъра относно структурата и компонентите на портфейла, се наричат активни. Тяхната цел е да получат по-добро представяне от това на избрания бенчмарк.

Ключова разлика по отношение на пасивните ETF-и е свободата на портфолио мениджъра да ребалансира и реструктурира портфейла, без да се подчинява на правилата за включване на нови ценни книжа или теглата, зададени в индекса, който е определен за бенчмарк на фонда.

### 6.2. Физическа и синтетична репликация

Структурата на борсово-търгуваните фондове бива два вида в зависимост от техниката за репликиране на прилежащия индекс. Двете техники, които се използват са:

- ✚ Физическо репликиране (physical replication), като то може да бъде пълно (full replication) или извадково (sample replication);
- ✚ Синтетично репликиране (synthetic replication), като то може да бъде със суапово покритие (swap overlay) или базирано върху деривативни инструменти (funded structure – investment using derivatives).

При борсово-търгуваните фондове с физическа репликация, портфейлът на фонда съдържа всички ценни книжа, включени в прилежащия индекс. Този портфейл се ребалансира на определен период от време в зависимост от промените в следвания индекс.

Когато борсово-търгуваният фонд е синтетичен, той не поддържа портфейл с книжата на прилежащия актив, инвестира в подбран от портфолио мениджърите портфейл, като същевременно сключва суапово споразумение с друг контрагент за стойността на целия фонд. При това споразумение двете страни се съгласяват да разменят доходността на структурирания от портфолио мениджърите на фонда портфейл срещу доходност, отчитаща пълната репликация на прилежащия индекс.

Възможно е да съществува структура на пълна репликация, комбинирана със заемане на ценни книжа. Фондовете, които следват тази структура комбинират директното (физическо) притежаване на прилежащите ценни книжа в портфейла от активи, с временното заемане на част или на всички ценни книжа в портфейла.<sup>4</sup>

Синтетичните борсово-търгувани фондове се стремят до постигат своите инвестиционни цели посредством влизане в деривативно договорно споразумение с избран контрагент. Това споразумение най-често се нарича суап за обща доходност и

---

<sup>4</sup> Въпросът е разгледан подробно в The true performance of ETFs, Lyxor Asset Management, Societe Generale, 2013.



## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

може да има две форми: така наречения нефинансиран суап и така наречения финансиран или предплатен суап. Тези техники на управление на портфейл са регламентирани от Директивата относно ПКИПЦК, както и в указания на ЕОЦКП<sup>5</sup> (Европейски Орган за Ценни Книжа и Пазари) и се наричат ефикасни техники за управление.

### **6.3. Ливъридж и обратен ливъридж**

Фондовете с ливъридж и обратен ливъридж са сравнително нови разновидности. Борсово-търгуваните фондове с ливъридж се стремят да доставят доходността на индекс или бенчмарк, умножена по определен множител. С тях се постига 2х или 3х дълга експозиция към базовия актив. ETF-ите с обратен ливъридж, на жаргон наричани къси фондове, се стремят да постигнат същата по размер доходност на бенчмарка, но с обратен знак, т.е. ако базовият актив пада, тяхната доходност расте.

### **6.4. Обобщение**

Обобщение относно вида на управляваните борсово-търгувани фондове и техните характерни особености е представено в таблицата по-долу:

В първа глава на дисертационния труд е направен преглед на индустрията на борсово-търгуваните фондове, тяхното възникване и развитие. Дадено е определение на основните им характеристики и същността им като финансови инструменти. Анализирани са предимствата и недостатъците/рисковете пред борсово-търгуваните фондове. Открити са разликите между борсово-търгуваните фондове и взаимните фондове, като е изтъкнат дискуссионния момент относно предпочитанията на инвеститорите. Обособени са основните характеристики на различните видове схеми за структуриране на борсово-търгувани фондове и репликиране на прилежащия им бенчмарк: пасивен и активен инвестиционен стил на управление, физическа и синтетична репликация, ливъридж и обратен ливъридж и др. Направен е детайлен преглед на литературата по изследваната тематика, както и на регулаторната рамка.

---

<sup>5</sup> ESMA – European Securities Markets Authority

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

**Таблица 2: Основни характеристики на борсово-търгуваните фондове**

Характеристика	ETC/ETN	ETF с физ. Пълна или извадка репликация	Суап базиран ETF	Суап базиран ETF с много контрагенти	Суап базиран ETF-обезпечен	Суап базиран ETF – обезпечен и с много контрагенти
Регистриран за търговия на борса	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Притежава книжа от индекса	Само физическите	Да	Не	Не	Не	Не
Операционен риск към контрагента	Зависи	Не	Да	Диверсифициран	Да	Диверсифициран
Лимит за експозиция към контрагент	До 100%	Няма	До 10% (UCITS IV)	До 10% (UCITS IV)	До 10% (UCITS IV)	До 10% (UCITS IV)
Свърхобезпеченост	-	-	Не	Не	До 20%	До 20%
Съответствие с UCITS	Не	Да/Зависи от индекса	Да	Да	Да	Да
Много оторизирани участници (AP)	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Заемане на ценни книжа	Не	Да	Зависи от емитента	Зависи от емитента	Зависи от емитента	Зависи от емитента
Записване/обратно изкупуване с ценни книжа	Не	Да	Зависи	Не	Не	Не
Разходи за управление	Ниски	Ниски	Ниски	Ниски	Ниски	Ниски
Дивиденди	Не	Да	Зависи	Не	Не	Не
Печалба на индексите	Реинвестиране	Реинвестиране	Реинвестиране	Реинвестиране	Реинвестиране	Реинвестиране
Ценови индекси	-	Изплащане на дивиденди	Изплащане на дивиденди	-	-	-

Източник: Unicredit/BlackRock/Morningstar 2011

## **Глава втора:**

### **Преглед на индустрията на борсово-търгуваните фондове**

#### **1. Възникване и развитие на борсово-търгуваните фондове**

От зората на борсово-търгуваните фондове през 1993 г., когато State Street Global Advisors създава първия ETF в света, до настоящия момент, индустрията на борсово-търгуваните фондове претърпява значителен растеж.<sup>6</sup> Днес, само 25 години по-късно, в света са регистрирани над 4500 борсово-търгувани фонда, с активи под управление от приблизително 4.5 трлн. щатски долара<sup>7</sup>. Борсово-търгуваните фондове се възприемат като един от най-иновативните финансови инструменти, който се развива поетапно през последните години. Изследванията върху този вид инвестиционни продукти представляват интерес, както за финансистите, така и за инвестиционната публика. Научно-изследователската дейност в тази област все още не е достатъчно многобройна и всеобхватна, а в България достъпната информация за борсово-търгуваните фондове на български език е незначителна.

През последните години все повече се говори за финансови иновации, инвеститорите все повече обръщат поглед към инструменти, с които могат бързо, евтино и гъвкаво да постигнат експозиция към цял пазар, регион, сектор. Те търсят, както възможност за стратегическа дългосрочна инвестиция, така и продукт, който да позволява лесно ребалансиране на портфейла в тактическо отношение и реалокиране на средствата при промяна на пазарното движение. Диверсификацията, възможността за хеджиране на пазарния тренд, преминаването от една валута в друга с цел избягване на валутния риск, използването на инструмента като алтернатива на фючърси и други деривати - това са едни от основните причини, поради които борсово-търгуваните фондове претърпяват значително развитие за краткия период от тяхното създаване до момента.

Безспорно най-известният и посочван като първи борсово-търгуван фонд в света е създаден преди 25 години на примера на своите предшественици – през 1993 г. в САЩ,

---

<sup>6</sup> Петрова Н., Недев Т. - Борсово-търгуваните фондове в инвеститорския фокус по време на кризата, IV Международна научна конференция „Следкризисният финансов маразъм в Европа и България“, ИК-УНСС, Сборник с доклади 23-26 май 2013 – Равда, стр. 150

<sup>7</sup> <https://www.statista.com/topics/2365/exchange-traded-funds/>;

BlackRock Advisors (UK) Limited – ETP Landscape, Industry Highlights, December 2019

## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

от един от най-големите доставчици на борсово-търгувани фондове в света State Street Global Advisors (SSgA). Неговата цел е посредством пасивно репликиране на структурата на индекса S&P500, да постигне доходност, аналогична на тази на индекса. В Азия първият ETF е регистриран през 1999 г. със създаването на Hong Kong Tracker Fund<sup>8</sup>. В Европа борсово-търгуваните фондове възникват през 2000 г. На 11 април 2000 г. са регистрирани двата първи ETF на платформата на Deutsche Boerse.

Към септември 2018 г. активите на борсово-търгуваните продукти съгласно статистиката на Blackrock възлиза на 5 242 млрд. щатски долара, от които 3 713 млрд. щатски долара са в САЩ, 854 млрд. щатски долара в Европа, 127 млрд. щатски долара в Канада, 8 млрд. щатски долара в Латинска Америка, 535 млрд. щатски долара в Азия и Тихоокеания и 4 млрд. щатски долара в Африка и Близкия Изток.

## **2. Литературен обзор**

Сравнително скорошното възникване и развитие на индустрията на борсово-търгуваните фондове определя оскъдността на литературата по темата. Повечето книги, учебници, статии и материали, издадени по въпроса, описват същността, предимствата и недостатъците, начина на създаване и функциониране на борсово-търгуваните фондове. Те са предназначени за широката общественост, с цел да популяризират този вид финансови инструменти, както и да представят статистика на измененията в обема и видовете продукти на пазара на борсово-търгувани фондове през годините. Голяма част от литературата е обяснителна, издадена от професионални организации и институции, с цел да даде насоки и препоръки при организирането и управлението на борсово-търгувани фондове, както и методология при изчисляването и използването на определени измерители на доходността и риска на продуктите.

Безспорно най-ценна от гледна точка на настоящия дисертационен труд, е разработката на Thierry Roncalli и Marlène Hassine<sup>9</sup>. Авторите професионално са ангажирани с индустрията на борсово-търгуваните фондове, като Thierry Roncalli е Ръководител отдел Проучване и развитие в Luxor Asset Management и преподавател по финанси в Evry University, а Marlène Hassine е ETF стратег в Luxor Asset Management. В своята разработка те изтъкват, че изборът на фонд е важен за инвеститорите и тъй като досегашната литература изобилства предимно с методи за измерване на представянето

<sup>8</sup> [http://etf.about.com/od/etfbasics/a/ETF\\_History.htm](http://etf.about.com/od/etfbasics/a/ETF_History.htm)

<sup>9</sup> Thierry Roncalli, Marlène Hassine, Measuring Performance of Exchange Traded Funds, 2013, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2212596>

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

на активно управляваните фондове, които не са подходящи за измерване на доходността на пасивните схеми, те се съсредоточават именно в тази празнота на академичните достижения. Те смятат, че поради нерелевантността на повечето показатели при пасивните фондове, повечето инвеститори използват информационния коефициент (information ratio), за да преценят кой фонд е по-добър. В разработката си успяват да докажат, че информационният коефициент не е подходящ при сравнение на доходността на пасивни фондове, особено когато волатилността на грешката на следене на индекса е в ниски нива. По принцип целта на борсово-търгуваните фондове е точно това – да представят средство за следене на бенчмарка с много ниска грешка на следене. Поради това те развиват мярка за представянето на фондовете, базирана на стойността под риск, която зависи от три параметъра – разликата в представянето (tracking difference), волатилността на грешката на следене (tracking error) и ликвидния спред (liquidity spread). Това е мярка, която те извеждат и представят примери за изчислението ѝ. Също така доказват, че ликвидността е по-важна за институционалните, отколкото за индивидуалните инвеститори.

### 3. Преглед на регулаторната рамка

Регулаторната рамка, с цел да защити интересите на инвеститорите, дава много ясни насоки относно съдържанието на лицензионните документи на ПКИПЦК, както и на документите, които се комуникират в последствие с инвестиционната общност.

Българската нормативна уредба е хармонизирана с европейската посредством:

- ✚ Закона за пазарите на финансови инструменти (ЗПФИ), посл. изм. ДВ, бр. 17 от 26.02.2019 г.
- ✚ Закон за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби, посл. изм. ДВ, бр. 17 от 26.02.2019 г.
- ✚ Закон за дейността на колективните инвестиционни схеми и други предприятия за колективно инвестиране (ЗДКИСДПКИ), посл. изм. и доп. ДВ, бр. 77 от 18.09.2018 г., в сила от 01.01.2019 г.
- ✚ Наредба № 38 за изискванията към дейността на инвестиционните посредници, посл. изм. ДВ, бр. 63 от 12.08.2016 г.
- ✚ Наредба № 44 за изискванията към дейността на колективните инвестиционни схеми, управляващите дружества, националните инвестиционни фондове и

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове, посл. изм. и доп. ДВ, бр. 63 от 12.08.2016 г.

- ✚ Наредба № 58 за изискванията за защита на финансовите инструменти и паричните средства на клиенти, за управление на продукти и за предоставяне или получаване на възнаграждения, комисиони, други парични или непарични облиги, обн. ДВ, бр. 22 от 13.03.2018 г. в сила от 13.03.2018 г.
- ✚ Наредба №2 за проспектите при публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа и за разкриването на информация, изм. и доп. ДВ, бр. 63 от 12.08.2016 г.
- ✚ Наредба № 11 за лицензите за извършване на дейност като регулиран пазар, пазарен оператор, за организиране на многостранна система за търговия, за извършване на дейност като инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, управляващо дружество, дружество със специална инвестиционна цел, национален инвестиционен фонд и лице, управляващо алтернативен инвестиционен фонд изм. ДВ, бр. 63 от 12.08.2016 г. и др.<sup>10</sup>

На български език са достъпни и се прилагат също Насоки за компетентните органи и дружествата, управляващи ПКИПЦК (Насоки относно борсово-търгуваните фондове (ETF) и въпросите за ПКИПЦК) – 01/08/2014|ESMA/2014/937BG.

---

<sup>10</sup> <http://www.fsc.bg/bg/pazari/kapitalov-pazar/normativna-uredba/>

## **Глава Трета:**

### **Методология за изследване на доходността на борсово-търгуваните фондове**

В Трета глава е представен най-съществен анализ от дисертационния труд – методологията за изследване на борсово-търгуваните фондове. Коментирани са критериите за избор на фондове за емпиричен анализ, който е извършен на база определени показатели за оценка на ефективността на следене на прилежащия бенчмарк. Извършена е многофакторна регресия. Данните са обобщени в матрица.

#### **1. Избор на фондове, участващи в изследването**

За целите на емпиричния анализ са избрани 25 борсово-търгувани фондове на база определени стриктни критерии. Те са с пасивно управление, по пет фонда базирани на пет различни индекса: FTSE100, CAC40, DAX, Euro Stoxx 50 Pr. И S&P500. Даден е приоритет на европейските индекси.

#### **2. Използвани коефициенти**

В настоящата глава авторът се стреми да обобщи и представи методология за изследване на доходността на борсово-търгуваните фондове, както и да систематизира най-често използваните коефициенти и тяхното значение. Разгледани са показатели за оценка на борсово-търгуваните фондове в това число: максимална доходност, минимална доходност, период на покачване и спад, максимален спад, максимална стойност и др.

#### **3. Обобщение на резултатите**

Представянето на пасивните схеми за репликиране на индексен бенчмарк се измерва най-вече чрез редица индикатори. В нашето изследване разгледахме коефициенти за риск, доходност и ефективност на следене които показаха преимущество на един фонд над друг.

Предвид факта, че не можем да разглеждаме изолирано различните коефициенти и да даваме по-добра оценка на един борсово-търгуван фонд пред друг, в дисертационния труд е представена обобщена матрица с резултатите на фондовете по различните критерии, като самите фондове са разделени в отделни таблици в зависимост

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

от бенчмарковия индекс, който следват. Ако два или повече фонда имат един и същи резултат по определен критерий, и двата фонда биват отбелязвани в матрицата.

### 4. Ефективност на следене

Ефективността на следене (Tracking efficiency), като измерител за представянето на борсово-търгуваните фондове, е изведена като функция на разликата на следене, на грешката от следене и ликвидния спред. Това е индикатор, разработен от Hassine и Roncalli<sup>11</sup>, като основната идея, която стои зад този показател е, че той е направен с цел следене на представянето при пасивно управлявани фондове. Той се състои от следните три компоненти:

- ✚ Разлика на следене (tracking difference) – това е измерител на действителната разлика (положителна или отрицателна) в доходността на фонда, сравнена с референтния базов индекс. Разликата на следене е дефинирана като разлика в общата възвръщаемост на фонда и бенчмарка за определен период от време.
- ✚ Грешка от следене (tracking error) – измерва колко последователно борсово-търгувания фонд, базиран върху индекс, следва доходността на бенчмарка в краткосрочен план. Грешката на следене е дефинирана като волатилността, измерена през стандартното отклонение, на разликите във възвръщаемостите на фонда и прилежащия му референтен индекс. Грешката на следене измерва качеството на репликацията.<sup>12</sup> Обикновено се следи волатилността на представянето на фонда спрямо представянето на индекса – дали го следва точно и коректно или гравитира около графиката на доходността му, отгоре и отдолу. Грешката на следене обикновено е резултат от разходите за търговия, разходите за администриране и управление и методът, използван от борсово-търгувания фонд, за да репликира доходността на индекса.
- ✚ Ликвиден спред (Liquidity spread) – измерва ширината на спреда между най-добрата цена „купува” (best bid) и най-добрата цена „продава” (best ask) на вторичен пазар. За да получим стойността на ликвидния спред, измерваме разликата между най-добрата цена купува и най-добрата цена продава за определения времеви интервал. Обикновено връзката между ликвидния спред и големината на фонда е обратнопропорционална. Големите по обем на управляваните активи борсово-търгувани фондове имат тесен bid-ask спред.

<sup>11</sup> Hassine, Marlène and Roncalli, Thierry, Measuring Performance of Exchange Traded Funds (February 5, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2212596>

<sup>12</sup> IOSCO



## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

Формулата, изведена от Roncalli и Hassine, за изчисляване на ефективността на следене (tracking efficiency) е следната:

$$\text{Tracking efficiency} = \text{Tracking Difference} - 1.65 * \text{Tracking Error} - \text{Liquidity Spread}$$

Множителят от 1.65 пред стойността на грешката на следене, определя доверителен интервал от 95%. Това е нивото на достоверност, при което хипотезата е правилна.

По този начин стигаме до извода, че ефективността на следене измерва ануализираната допълнителна доходност на борсово-търгувания фонд спрямо бенчмарковия индекс минус множителя от 1.65, умножен по едногодишната волатилност на грешката на следене минус средът между най-добрата цена купува и най-добрата цена продава на европейските фондови пазари.

## 5. Регресионен анализ

Осъществен е многофакторен регресионен анализ на ефективността на следене като зависима променлива спрямо пет независими променливи: размер на фонда, разходи за управление, техники за репликация на портфейла, заем на ценни книжа, дивиденди. Описанието на модела в краткост е представено по-долу:

За да бъде максимално прецизно настоящото изследване, са използвани данни от три последователни завършени години (2013-2015), за които на месечна база е изчислена стойността на индикатора на ефективността на следене на всички 25 фонда, включени в извадката.

За целите на настоящия анализ за зависима променлива е избрана Ефективността на следене (Tracking efficiency), като измерител за представянето на борсово-търгуваните фондове.

Индикаторите за представянето на фонда (грешката на следене, разликата на следене и ликвидния спред на фонда) са включени в показателя ефективност на следене, който е избран за зависима променлива, проследяваща представянето на борсово-търгувания фонд.

Независимите променливи, оказващи влияние върху представянето на фонда са пет и са избрани, както следва:

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

1. Размер на фонда – измерен чрез обема на общите активи под управление
2. Разходи за управление – посочени в процентно изражение като процент на общите разходи от активите на фонда
3. Техники за репликация на портфейла – физическа репликация или синтетична репликация
4. Заем на ценни книжа – дали фондът практикува заемане на част или целия портфейл в замяна на определена договорена доходност
5. Дивиденди – дали фондът изплаща дивиденди или ги реинвестира в активите.

В разработения модел на база многофакторна регресия авторът тества дали петте посочени независими променливи оказват влияние върху представянето на фонда, измерено чрез индикаторът „ефективност на следене”.

За да изследваме влиянието на петте фактора върху зависимата променлива използваме модел на най-малките квадрати. За да тестваме за наличие на мултиколинearност построяваме корелационна матрица, за да изследваме корелацията на петте фактора включени в регресионния анализ.

**Таблица 3: Корелационна матрица**

	Size	Expense ratio	Swap-based	Securities lending	Dividends	Tracking efficiency	Tracking difference	Tracking error	Liquidity spread
Size	1								
Expense ratio	-0.3038	1							
Swap-based	-0.1720	-0.0790	1						
Securities lending	-0.0746	-0.2310	-0.5399	1					
Dividends	0.1592	0.1464	-0.5614	0.3524	1				
Tracking efficiency	0.1583	-0.1202	-0.3028	0.2074	0.2925	1			
Tracking difference	-0.0222	0.0106	0.0110	0.0384	0.0191	0.5280	1		
Tracking error	-0.1603	0.0785	0.3736	-0.2001	-0.3583	-0.8098	0.0468	1	
Liquidity spread	-0.2780	0.4022	0.0896	-0.1740	0.0061	-0.3860	0.0142	0.2968	1

Резултатите от многофакторна регресия са представени в таблицата по-долу:

**Таблица 4: Многофакторна регресия**

Dependent Variable: TRACKING\_EFFICIENCY  
Method: Least Squares  
Date: 01/31/16 Time: 11:31  
Sample: 1 900  
Included observations: 900

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.346344	0.062247	-5.564069	0.0000
SIZE	-2.06E-07	6.02E-07	-0.341712	0.7326
LIQUIDITY_SPREAD	-2.374026	0.194394	-12.21244	0.0000
DDIVIDENDS	0.318714	0.053085	6.003862	0.0000
DSWAP_BASED	-0.244861	0.059412	-4.121391	0.0000
DSECURITIES_LENDING	-0.028972	0.046318	-0.625514	0.5318
R-squared	0.251810	Mean dependent var	-0.426298	
Adjusted R-squared	0.247625	S.D. dependent var	0.640181	
S.E. of regression	0.555290	Akaike info criterion	1.667992	
Sum squared resid	275.6624	Schwarz criterion	1.700008	
Log likelihood	-744.5966	Hannan-Quinn criter.	1.680223	
F-statistic	60.17662	Durbin-Watson stat	1.456855	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

Тествана е нулева хипотеза, че всеки един от факторите поотделно е незначим и не оказва влияние върху зависимата променлива. На база стойностите на t-критерия за всяка от независимите променливи можем да заключим, че всяка от независимите променливи е статистически значима при доверителен интервал от 95% и оказва влияние върху зависимата променлива (т.е. отхвърляме нулевата хипотеза). Изключение правят само размерът на активите и възможността за заемане на ценни книжа. Р-стойностите потвърждават това, като нивото на гроб следва да е  $<0.05$  за 95% доверителен интервал.

В конкретното изследване стойността на коефициента на детерминация  $R^2$  е 25%. Като цяло, ниво на коефициента на детерминация около тази стойност показва ниска степен на значимост на модела. По-ниската стойност може да бъде обяснена с наличието на фактори, оказващи влияние върху зависимата променлива, но останали извън нашия модел. На практика много от факторите не могат да се включат в изследването или са практически неизмерими. Стойността на коригирания коефициент на детерминация обикновено е малко по-ниска, в конкретния случай тя е 24.76%. Поради стойността на F-теста, която отхвърля нулевата хипотеза, можем да направим извод, че избраните коефициенти са статистически значими и моделът обяснява частично измененията в зависимата променлива.

## **Борсово-търгуваните фондове в България**

### **1. Преглед на индустрията на колективните инвестиционни схеми в България**

Активите на българските взаимни фондове отбелязват 26.75% ръст за 2017 г., като достигнат 1.3 млрд. лв., според статистика, публикувана от Българска Народна Банка. Над 97% от средствата, инвестирани в български инвестиционни фондове, са притежание на български резиденти, което показва засилващо се търсене на инвестиционни алтернативи сред местните инвеститори. За сравнение статистиката на Европейската Асоциация на Управляващите дружества (EFAMA) сочи 12.75% ръст в управляваните активи от европейските колективни инвестиционни схеми спрямо края на 2016 г., което е два пъти по-малко. Основна задача пред българските управляващи дружества през следващите години е да създават нови продукти, които да отговарят на търсенето на клиента, като същевременно поставят сред приоритетите си популяризирането на фондовата индустрия и капиталовия пазар като цяло.

### **2. Предпоставки за създаване на борсово-търгувани фондове**

В България позитивен за развитието борсово-търгуваните фондове е фактът, че през 2009 г. БФБ-София АД стартира дейност по проучване на възможностите за въвеждане на този вид финансови инструменти у нас. Успоредно с това законодателната уредба на ЕС, касаеща регулацията на борсово-търгуваните фондове е имплементирана в българската нормативна уредба. През септември 2012 г. БФБ-София АД прави презентация, с която обявява техническата си готовност да регистрира подобен вид фондове за търговия у нас.

Създаването на борсово-търгувани фондове в България е предпоставка за по-богата гама инвестиционни продукти, повишена ликвидност за акциите, включени в структурата на портфейлите на фондовете, а оттам и за по-голям инвеститорски интерес към българския капиталов пазар.

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

### 3. Данъчно облагане при борсово-търгуваните фондове

Данъчният режим в Република България е с ниски ставки и благоприятства инвестициите в подобен вид продукти, като същевременно би следвало да бъде възприеман и като стимулиращ фактор за създаване на борсово-търгувани фондове у нас.

### 4. История на борсово-търгуваните фондове в България

Безспорно най-голям принос до момента за създаването на борсово-търгуван фонд в България има Управляващо дружество „Експат Асет Мениджмънт“. На 23.08.2016 г. е лицензиран първият български борсово-търгуван фонд с наименование Expat Bulgaria SOFIX UCITS ETF. Той е с високорисков профил и посредством стратегия на пълно физическо репликиране, се стреми да следва движението на официалния индекс на Българска Фондова Борса – SOFIX. За целта фондът се стреми да поддържа тегла на позициите в портфейла си, аналогични на теглата на петнадесетте компании, участващи в състава на индекса.

Фондът е регистриран за търговия на няколко фондови борси: първоначално на Българска Фондова Борса, а в последствие на борсите във Франкфурт и в Лондон. В последствие управляващото дружество създава още 10 борсово-търгувани фонда, които целят да осигурят регионално покритие на развиващите се пазари:

Таблица 5: БТФ в България

Име на фонда	Активи	Брой дялове	Цена на дял	Бенчмарк	Държава на индекса
EXPAT BULGARIA SOFIX UCITS	13 037 943	25000000	1.0287	SOFIX	България
EXPAT GREECE ASE UCITS ETF	181 500	220000	0.7920	ASE	Гърция
EXPAT ROMANIA BET ETF	248 940	270000	0.8920	BET	Румъния
EXPAT POLAND WIG20 UCITS ETF	173 660	190000	0.8630	WIG20	Полша
EXPAT CZECH PX UCITS ETF	211 860	220000	0.9310	PX	Чехия
EXPAT SLOVAKIA SAX UCITS ETF	61 187	70000	0.8807	SAX	Словакия
EXPAT HUNGARY BUX UCITS ETF	111 600	120000	0.8790	BUX	Унгария
EXPAT SLOVENIA SBI UCITS ETF	1 662 840	1860000	0.8620	SBITOP	Словения
EXPAT CROATIA CROBEX UCITS	80 820	90000	0.8690	CRO	Хърватия
EXPAT SERBIA BELEX UCITS ETF	64 416	80000	0.8045	BELEX15	Сърбия
EXPAT MACEDONIA MBI UCITS	128 810	110000	1.1330	MBI10	Македония

Всички фондове са регистрирани за търговия на борсите в България и Франкфурт и целят пълна физическа репликация на структурата на прилежащия индекс.

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

### 5. Измерване на доходността на борсово търгуваните фондове в България спрямо прилежащия бенчмарк

В дисертационния труд са представени основните характеристики на единадесетте борсово-търгувани фонда, организирани на българския пазар. Анализирано е въздействието на всеки един от изследваните показатели върху управлението и представянето на фонда, като е направен сравнителен анализ с вече разгледаните борсово-търгувани фондове върху водещи индекси в Европа.

- ✚ Размер на фондовете: Общите активи под управление в единадесетте борсово-търгувани фондове в България са в размер на 15.9 млн. евро към 28.02.2019 г.<sup>13</sup> Най-голям по активи е фондът, следващ SOFIX (13 млн. евро), следван от фонда, репликиращ словенския индекс SBI (1.67 млн. евро). Всички останали фондове са с нетна стойност на активите под 500 000 лева. Тази стойност е ключова за всички фондове от типа колективни инвестиционни схеми и други предприятия за колективно инвестиране, защото е възприемана като минимална съгласно действащата нормативна уредба за функционирането на фондовете. Във връзка с това в Правилата и проспектите на всичките борсово-търгувани фондове е включен текст, който потвърждава, че нетната стойност на активите на фонда трябва да бъде минимум 500 000 лева и този минимален размер трябва да бъде достигнат до две години от получаване на разрешението за организиране и управление на фонда. Ако нетната стойност не бъде достигната в определения период и в продължение на шест последователни месеца средномесечната стойност на фонда е по-ниска от 500 000 лева, управляващото дружество трябва в срок от 10 работни дни да оповести причините за това и мерките, които ще предприеме за привличане на нови инвеститори, както и срока, в който тези мерки ще бъдат приложени и в който се очаква договорният фонд да възстанови размера на нетната стойност на активите си. Като цяло основен извод е, че размерът на фондовете е малък и за момента все още не са успели да привлекат достатъчно чуждестранен

---

<sup>13</sup> Всички данни, на база на които са направени изчисленията са от Bloomberg и от интернет страницата на Експат Асет Мениджмънт

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

- ✚ **Общи разходи за управление (TER):** прави впечатление, че всички борсово-търгувани фондове в България образуват общите разходи за управление с два компонента: първият е таксата за управление, която при всички е еднаква и фиксирана на 1.00%, вторият са всички останали оперативни разходи на фонда, които варират при различните фондове от 0.62% до 13.45%. Високият процент разходи е повлиян от следните основни фактори: малкият размер на общите активи под управление в различните фондове, както и посочения еднократен ефект на разходите в Документите с ключова информация за инвеститорите, който варира от 0% до 83%. Предвид средната стойност на разходите в разгледаните европейски фондове в размер на 0.18% и общите разходи на борсово търгуваните фондове в България, които за последната година варират между 1.62% и 14.45% със средна стойност от 9.01%, можем да направим следния извод: въпреки посочения еднократен ефект на разходите, фондовете имат висок процент на общи разходи под управление, което предполага широко отклонение в степента на следване на прилежащия индексен бенчмарк.
- ✚ **Такса за записване и обратно изкупуване:** разходите, предвидени в проспектите на фондовете са до 2% от записаната сума, което предполага договаряне с инвеститорите на първичен пазар. Въпреки това процентът е висок спрямо аналогичните в чуждестранните борсово-търгувани фондове.
- ✚ **Ликвиден спред:** Нивото на ликвидния спред, заложено съгласно действащото законодателство е до 5% разлика между най-добрата цена купува и най-добрата цена продава. Най-добър спред се поддържа при борсово-търгувания фонд върху SOFIX, където е 2%. Средната стойност на спреда е 3.96%. Най-високата стойност на спреда при разгледаните европейски фондове е 0.32%, което предполага, че търговията с дялове на фондовете на вторичен пазар няма да бъде интензивна до стесняване на ликвидния спред.
- ✚ **Разлика на следене:** разликата на следене варира от 1.16% до -14.95%. Тя представлява разликата между доходността на фонда и доходността на прилежащия бенчмарк, в абсолютна стойност. Измерените цифри показват много високи стойности на разликата на следене, което предполага високи грешки на следене.



## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

✚ Ефективност на следене: за фондовете, за които имаше достатъчно данни в Блумбърг, представени в таблиците по-долу, ефективността на следене варира между -9.26% и -34.17%. Огромните разлики са продиктувани от няколко фактора: високите такси за управление, неликвидността на пазара, разликата в теглата на позициите в портфейлите спрямо позициите в прилежащите индекси.

### 6. Описание на процеса по структуриране на борсово-търгуван фонд

При структурирането на борсово-търгуван фонд следва да се вземат предвид следните основни параметри:

Параметър	Коментар
Име на фонда	Името на фонда е подчинено на определени правила: базовият индекс е задължителен, държавата е добре да присъства, в случай че има международна регистрация, UCITS и ETF е задължително по Директива.
Участници в процеса	<ul style="list-style-type: none"><li>- Спонсор и инициатор на проекта,</li><li>- Управляващо дружество</li><li>- Инвестиционен мениджър</li><li>- Банка депозитар</li><li>- Одитор</li><li>- Платформа за търговия</li><li>- Правна кантора</li><li>- Индекс доставчик</li><li>- Маркет-мейкър</li></ul>
Банка Депозитар	Банки, които могат да осигурят администрацията, сетълмента и съхранението на книжата. Всички акции и облигации, регистрирани за търговия на българския капиталов пазар, участват в сетълмент системата Clearstream.
Маркет Мейкъри	Трябва да са инвестиционни посредници или банки с пълен лиценз.
Вторичен пазар	Пазари, на които дяловете/акциите са регистрирани за вторична търговия
Сетълмент	Сетълментът на български акции се осъществява през Централен депозитар
Изчисляване на индикативна НСА	Българска фондова борса предлага срещу заплащане тази услуга. Честотата на публикуване зависи от индивидуалния договор с фонда. Отговорността за изчисление е на пазарния оператор.
Техническа обезпеченост	Имплементиране на фонда в бек офис и счетоводните продукти с цел обезпечаване на ежедневното следене и публикуване на нетна стойност на активите на фонда.
Референтен индекс	Следва да отговаря на условията на Насоките на ESMA за прозрачност, диверсификация, ребалансиране и т.н., на чл. 53 от Директивата относно ПКИПЦК и чл. 9 от Директивата относно



## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

	отговарящите на условията активи. Закупуват се права за ползване на индекса от пазарния оператор, който е създал и поддържа индекса.
Стратегия	Пълно физическо репликиране на референтния индекс. Спазва структурата на индекса и поддържа постоянно теглата на позициите в индекса. При ребалансиране на индекса има разходи по ребалансиране на портфейла. Абсолютна прозрачност, следване на правила и бенчмарк, липса на дискреционни решения от страна на портфолио мениджъра.  Другите варианти са: <ol style="list-style-type: none"><li>1. Активно репликиране на индекс, където е възможно по преценка на портфолио мениджъра да се завиши теглото на определена експозиция. При нисколиквиден пазар е полесната стратегия, но не е прозрачна към инвеститора. Отново има ограничение за експозицията към определена емисия.</li><li>2. Синтетична репликация: обикновено се сключват суапи – разменят се парите на фонда срещу портфейл от ценни книжа, може и репо сделки, носи се кредитния риск на насрещната страна.</li></ol> При пасивна репликация се предвижда възможност за отклонение от структурата на базовия индекс в определени граници при нормални условия и в други – при екстремни пазарни събития.
Дивиденди	Реинвестиране на приходите от дивиденди
Грешка на следене (Tracking error)	УД е длъжно да предвиди очакваната грешка от следене. Тя се изчислява на ежедневна база, но в шестмесечните и годишните отчети се публикува обяснение на какво се дължи отклонението между очакваното и фактическото ниво на грешката от следене. При Експат е заложено ниво от 10%. Грешката от следене представлява разликата между представянето на БТФ и представянето на референтния индекс.
Оторизирани участници (Authorized participants)	Това са инвеститорите, които могат да закупуват дялове от БТФ директно от управляващото дружество на първичен пазар. Те са длъжни да купуват сума равна на минималния лот или по-висока от него.
Други инвеститори	Всички инвеститори, които не могат да покрият изискването за минимален лот, следва да придобиват дялове и да ги продават само на вторичен пазар
Минимален лот за записване и обратно изкупуване	Това е минималният брой дялове при записване и обратно изкупуване, за да може инвеститорът да сключи сделка директно с управляващото дружество. Ако не я достига, търгува на вторичен пазар. Минималният брой дялове е определен съгласно чл. 66 от Нар. 44. Минимумът за записване е 10000 дяла, а за обратно изкупуване на първичен пазар е 25000 дяла.
Спред на търговия	Поръчките купува и продава да бъдат държани на максимално отстояние от 5%.
Маркет Мейкъри	Поддържат ликвидност по позицията под формата на определено количество книжа и определен спред за търговия.

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

Цена купува/продава Bid/Ask	Това количество следва да се подновява веднага в случай че бъде сключена сделка срещу него. В Европа при изчерпване на количеството котират обикновено на 2-3 пипса отдолу или отгоре на предишната цена.
Записване срещу ценни книжа (In-kind creation)	Разрешено е записване на дялове от БТФ срещу портфейл от акции. Следва да има строги правила за записване срещу акции. Портфейлът, срещу който се издават дялове, следва да репликира структурата на референтния индекс с определено допустимо отклонение. Следва да има ясни правила за остойността на акциите: следва акциите и дяловете да се остойностят в един и същи момент – датата, следваща деня на подаване на поръчката за записване.
Разходи за записване	Това е първоначална такса, която се плаща от всички инвеститори, които директно записват от управляващото дружество.
Разходи за обратно изкупуване	Това е такса, която се плаща от всички инвеститори, които директно подават поръчки за обратно изкупуване към управляващото дружество.
Такса за управление	Тази такса не трябва да е висока при пасивно репликиране. С по-висока такса, общите разходи на фонда ще се вдигнат, и грешката от следене ще е по-висока.
Инвестиционни ограничения	С цел пълна репликация на индексния портфейл, фондът може да инвестира до 100% в акции на базовия индекс. Ограничения за минимум ликвидни средства няма. Има възможност за инвестиране до 20% в банкови депозити и до 100% в инструменти на паричния пазар. До 20% в акции на един емитент съгласно чл. 46, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ.
Покупка на акции от референтния индекс	Сделки за ребалансиране на портфейла на фонда се извършват след издаване на дялове от фонда и постъпване на паричните средства по сметка на фонда, а не в момента на подаване на поръчката за записване.
Рисков профил на фонда	SRRI (Синтетичен индикатор за риск и доходност) на фонда се определя на база историческата волатилност на референтния индекс. На база максимален спад за последните пет години се определя времето за възстановяване, на базата на което ще бъде издадена препоръка за минимален период на държане на дялове от фонда..
Ребалансиране на портфейла при промяна в стойността на индекса	Ежедневното ребалансиране на фонда има за цел пълно репликиране на теглата на компаниите от индексния портфейл, като е съобразено с транзакционните разходи по сключването на сделки и се осъществява, когато пределната полза за инвеститора е по-голяма от пределните разходи за покупка/продажба на единица акция от портфейла на фонда.
Ребалансиране на портфейла при промяна в състава на индекса	При промяна в базата на индекса, например при SOFIX се извършва два пъти годишно. При промяна, следва да има период за продажба на позицията, изключена от референтния индекс и покупка на новата позиция. При Експат този период е 6 месеца, като се има предвид нисколиквидния пазар.
Валута на фонда	Акциите на компаниите в референтния индекс са деноминирани в определена валута, но валутата на фонда може да е друга.

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

Изчисление на НСА на фонда	Фондът обявява НСА на дял всеки работен ден.
Изчисление на индикативна НСА	Изчислява се от пазарния оператор или администратора на фонда. Изпраща се на маркет мейкърите. Честотата може да се договори при нужда. В Европа се прави на всеки 15 секунди. В България – на 1 час.
Приемане на поръчки	Обикновено трябва да покрива времевия диапазон за борсова търговия, за да могат маркет мейкърите да не търпят риск в случай на по-голям оборот.
Номинална стойност на дял	Избира се номинална стойност, от която стартира изчислението на цените на дяловете на фонда.
Репо сделки и заемане на ценни книжа	Възможност за сключване на репо сделки с цел осигуряване на ликвидност и възможност за пълна репликация на индекса и заемане на ценни книжа с цел постигане на по-висока доходност.

## 7. Предложения за промяна в нормативната уредба относно борсово-търгуваните фондове

Един от основните проблеми с практическа насоченост за развиващите се пазари да преминат през процеса на одобрение от регулаторния орган, е да представят в процеса на лицензиране информация относно степента на ликвидност на пазара, на който структурират борсово-търгувания фонд. В тези случаи регулаторът изисква анализ на ликвидността на портфейла на прилежащия индекс на борсово търгувания фонд при нормални условия и при стрес условия за пазара.

Анализът на ликвидността в нормални условия следва да покаже каква пропорция от портфейла на фонда при пълно обратно изкупуване може да бъде затворена в следните дефинирани периоди:

- 1 ден
- От 2 до 7 дни
- От 8 до 30 дни
- От 31 до 90 дни
- От 91 до 180 дни
- От 181 до 365 дни
- Над 365 дни

В тази връзка като подобрене на нормативната уредба авторът на дисертационния труд вижда възможност за въвеждане на допълнителни критерии за ликвидност, различни за развитите и за по-слабо развитите пазари. Приложимостта на

## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

критерии за ликвидност, възприети за високоликвидни пазари, върху продукти например създавани на българския пазар, би довело до невъзможност за лицензиране на борсово-търгувания фонд, което допълнително би довело до невъзможност за развитие на пазара.

### **Заклучение**

Измерването на доходността на борсово-търгуваните фондове е комплексен и широкообхватен въпрос, поради което в настоящия труд се наложи ограничаване на изследването по определени критерии. Въпреки това считаме, че дисертационният труд обхваща най-съществените и актуални въпроси на изследваната проблематика, като в бъдеще те могат да се доразвият и разширят.

Резултатите от изследването потвърждават тезата, че борсово-търгуваните фондове в развиващите се пазари в Европа, включително България, все още не са достигнали достатъчно ниво на развитие в сравнение с развитите европейски държави, предвид факторите, които съвкупно оказват влияние върху ефективността на следене на прилежащия бенчмарк. От изключителна важност са техниките за репликация (физическа или суапова) на базовия портфейл, тъй като те водят до разлики и грешки на следене.

Същевременно изследването доказва, че размерът на управляваните активи е значим, но не оказва голямо влияние върху ефективността на следене, което може да се обясни с високата ликвидност на силно развитите пазари, към които принадлежи извадката от борсово-търгувани фондове, обект на изследването. При нисколиквидните пазари то е от изключителна важност, тъй като при нисък размер на управляваните активи, се завишават разходите за управление, които оказват съществено влияние върху отклонението от представянето на прилежащия бенчмарк.

Реинвестирането на дивидентите и таксата за управление на борсово-търгуваните фондове също оказва съществено влияние върху разликите в следенето на прилежащия индекс при пасивна репликация на портфейла. Тези фактори оказват влияние върху резултативната променлива, но не изчерпват причините за нейните движения. Поради липса на достатъчно изходни данни, в изследването не беше включен размерът на паричните средства в портфейла на фонда, който неминуемо би повишил обяснението на зависимата променлива посредством използвания регресионен модел.

## **Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България**

Наталия Петрова

Присъствието на регулаторите в съвременното управление на активи е от голямо значение за информираността, прозрачността и равнопоставеността, с която се третират инвеститорите. Предизвикателствата пред индустрията на борсово-търгуваните фондове целят увеличаване на ликвидността, намаляване на спреда на търговия, ограничаване на лимитите за поемане на риск, както и обобщаване на данните за търговия, което би дало резултат в по-голямата информационна обезпеченост и по-лесното вземане на решения от страна на инвеститорите.

Прави впечатление, че използваните за изследване борсово-търгувани фондове са регистрирани за търговия на високоликвидните развити пазари в ЕС. Проучването на автора показва, че борсово-търгуваните фондове, създадени на по-слабо ликвидни развиващи се европейски пазари, както е този в България, за момента не успяват да следят представянето на индексите с ниски разлики поради причините, свързани с ниска ликвидност, невъзможност за пълна репликация на портфейла, високи разходи за управление и др. Това дава поле за бъдещо развитие и усъвършенстване на подобни продукти не само в България, но и в други страни от Източна Европа.

Много важни и съществени въпроси, свързани с представянето на борсово-търгуваните фондове, останаха извън обхвата на настоящето изследване, като например представянето на продукти с ливъридж, възможността за изследване посредством други коефициенти и модели, сезонността на представянето на фондовете, влиянието на създаването на борсово-търгувани фондове върху ликвидността на позициите в прилежащия индекс и др. Всички те могат да бъдат предмет на бъдещи академични изследвания.

#### **IV. Авторска справка за приносите на дисертационния труд**

- ✚ Изготвен е първият по рода си в България критичен анализ на борсово-търгуваните фондове, техните предимства и недостатъци, модели за репликация и конструиране.
- ✚ Приложена е методология за изследване на представянето на борсово-търгуваните фондове спрямо прилежащия им индексен бенчмарк, изведени са коефициенти, които са анализирани.
- ✚ Тестван е модел за обяснение на значимостта на влияние на определени фактори (независими променливи) върху ефективността на следене.
- ✚ Направен е анализ на пазара на българските борсово-търгувани фондове спрямо резултатите от изчислените показатели.
- ✚ Внедрена е методология от критерии, необходими при конструирането на борсово-търгуван фонд.

**V. Публикации на автора, свързани с дисертационния труд и информация относно участието му в различни проекти през 2018/2019 г.:**

1. Петрова Н., Недев Т. - Борсово-търгуваните фондове в инвеститорския фокус по време на кризата, IV Международна научна конференция „Следкризисният финансов маразм в Европа и България“, ИК-УНСС, Сборник с доклади 23-26 май 2013 – Равда, стр. 150
2. Петрова Н. – Тенденции в индустрията на борсово-търгуваните фондове, Коллективна монография „Учет. Экономика. Менеджмент. Проблемы и перспективы развития экономической науки и образования в условиях европейской интеграции.“, Университет за национално и световно стопанство София – Луцкий Национальный Технический Университет - Украина, стр. 416, Луцк-София, 2015.
3. Петрова Н. – Техники за репликация в доходността на индекс при портфейлите на борсово-търгуваните фондове, Сборник научни статии „Икономиката на България и Европейския съюз: конкурентоспособност и иновации.“, Колектив, Университет за национално и световно стопанство София, стр. 117, Издателски комплекс - УНСС, 2016.
4. Петрова Н. – Борсово-търгуваните фондове в България, Сборник научни статии „Ударната вълна на информационния взрив и предефинирането на финансите“, 9-та международна научна конференция, 18-20 май 2019 г., Равда, стр. 138-147, ISBN 978-619-232-270-0, Издателски комплекс - УНСС, 2019.
5. С решение на УС на Българската Асоциация на Управляващите Дружества от 31.05.2018 г. авторът на дисертационния труд е избран за представител на Българската асоциация на управляващите дружества в European Funds and Asset Management Association в Работна Група “Investors Education Program” за повишаване на грамотността и обучение на инвеститорите.

## Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за въвеждането им в България

Наталия Петрова

6. Със Заповед № ЗМФ – 24/10.01.2019 г. на Министерство на Финансите на основание чл. 25, ал. 4 и чл. 45, ал. 1 от Закона за администрацията, авторът е избран за член на Работна група за финансова грамотност към Министерството на Финансите, в качеството му на член на Управителния съвет на БАУД, по 5-годишен съвместен проект с ОИСР и Министерството на финансите на Холандия със следните задачи: картографиране на дейностите в областта на финансовата грамотност в България; проучване/оценяване на степента на финансова грамотност на населението; изготвяне, съгласуване и изпълнение на Националната стратегия за финансова грамотност и на мерките по нейното прилагане, като целта е изграждането и успешното прилагане в България на работещ механизъм за финансово ограмотяване на населението.
7. През 2018 г. авторът е инициатор и участник в разработването на 3-модулен проект от Интерактивни онлайн обучения за повишаване на финансовата грамотност на инвеститорите, организиран от Конкорд Асет Мениджмънт АД. Първият модул на тема „Взаимни фондове“ е завършен и достъпен на следния интернет адрес: <https://concord-am.bg/obuchenie/vzaimni-fondove/>. Вторият модул е свързан с възможностите за регулярно спестяване и е достъпен от 2019 г. на следния интернет адрес: <https://concord-am.bg/obuchenie/otlichen-finansov-plan/>. Третият модул касае борсово-търгуваните фондове, като е в процес на разработка.
8. С решение на УС на Българската Асоциация на Управляващите Дружества от 06.02.2020 г. авторът на дисертационния труд е избран за представител на Българската асоциация на управляващите дружества в Национална група на пазарните участници (National Stakeholder Group) във връзка с проект на ЕЦБ за хармонизиране на европейските финансови пазари.



## **VI. Декларация за оригиналност**

Във връзка с провеждането на процедура за придобиване на образователна и научна степен „доктор“

**декларирам, че:**

- ✚ Дисертационният труд „Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за тяхното развитие в България“ е мое лично дело и добросъвестно съм посочила източниците на информация, използвани за разработването му.
  
- ✚ Представените резултати и приноси на дисертационното изследване са оригинални и не са заимствани от чужди изследвания и публикации.