

СТАНОВИЩЕ

От: **Проф. д-р Стефан Маринов Симеонов**
катедра „*Финанси и кредит*“, Стопанска Академия „*Д. А. Ценов*“,
Научна специалност: 05.02.05 - *Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (Финанси)*

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „Доктор“ по научна специалност 05.02.05 „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (Корпоративни финанси)“

Тема на дисертацията: „Изследване на условията и факторите за пазарно представяне на борсово-търгуваните фондове и възможностите за тяхното развитие в България“

Автор на дисертацията: **Наталия Стоянова Петрова**
докторант задочна форма към Катедра „Финанси“ при УНСС
Научен ръководител: **Доц. д-р Тодор Стефанов Недев**

Основание за представяне на становището - участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед 2353 / 12.10.2020 г. на Зам.ректора НИД на УНСС.

1. Информация за дисертанта

В професионалната характеристика на Наталия Петрова се отличава нейната дългогодишна (17г.) експертна практика като портфейлен мениджър, инвестиционен анализатор и консултант, дилър ДЦК, финансов анализатор и изпълнителен директор на управляващо дружество.

Специализираните познания, формирани с такава практика са намерили отлично научно отражение в дисертационния труд и обясняват последващите положителни констатации.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертацията е в общ обем от 182 стр., от които основен текст 143 стр., съдържащ 22 графики и 28 таблици. В приложение са включени 24 таблици.

2.1. Актуалност и значимост на темата

Проблематиката за Борсово търгуваните фондове (ETFs) има изразена актуалност. Тя е резултат от бързото разпространение на ETFs през последните две и половина десетилетия, което отразява комплексните инвестиционни предимства на тези инвестиционни инструменти (портфейлната диверсификация, ниския управленски разход, високата пазарна ликвидност и др.).

2.2. Основни компоненти на научното изследване

Обектът на изследване са „борсово-търгуваните фондове като видове финансови инструменти“.

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.“

Изследването се основава на **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 за пазарно представяне, които съвкупно оказват влияние върху ефективността на следене спрямо прилежащия бенчмарк.“

В допълнение е дефинирана и **работната хипотеза**, че „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.“

2.3. Структура

Дисертационният труд съдържа всички необходими компоненти за тази категория научно изследване. Основното изложение е структурирано в четири глави, което логично и балансирано, способства реализирането на поставените цел и задачи.

2.4. Методология

За изпълнението на различните изследователски задачи са приложени множество методи и модели – от общо аналитични, показатели и модели за оценяване на доходност, риск и пазарна ликвидност, иконометрични, специализирани инвестиционни модели и др. до визуални и графични техники.

2.5. Стил

Стильът в дисертацията и автореферата е издържан съобразно научното ниво, а специализираната терминология е ползвана с професионално познаване и коректност.

2.6. Литература и цитиране

Библиографията включва 98 източника на български и английски език. Ползването и цитирането на литературата е коректно.

3. Оценка на получените научни и практико-приложни резултати

Дисертационното изследване изпълнява успешно поставените цели и задачи. Аргументирано и издържано са доказани основната изследователска теза и работната хипотеза.

Освен това е установено, че:

„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...“

„Предизвикателство пред индустрията на ETFs е увеличаване на ликвидността, намаляване на търговския спред, ограничаване на рисковите лимити, 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“

„Проучването на автора показва, че борсово-търгуваните фондове, създадени на по-слабо ликвидни развиващи се европейски

пазари, какъвто е и българският, 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.“

Това потвърждава наличието на обзрими научно аргументирани и емпирично доказани резултати.

4. Оценка на научните и практико-приложни приноси

Достиженията в дисертационния труд позволяват открояването на достатъчно значими приноси с научен и практико-приложен характер, които са синтезирани в пет главни аспекта:

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

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Възлови въпроси и резултати от дисертационната работа на Наталия Петрова са представени пред заинтересованата читателска аудитория и научните среди с: 1 участие в колективна монография; 2 статии и 1 съвместен доклад в сборник от научна конференция.

Авторът на дисертационния труд има участие в два академични проекта.

От м. май 2018 г. Н. Петрова е избрана 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.

С решение на УС на Българската Асоциация на УД от 06.02.2020 г. Н. Петрова е избрана за представител на БАУД в Национална група на пазарните участници (National Stakeholder Group) във връзка с проект на ЕЦБ за хармонизиране на европейските финансови пазари.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът е изграден съгласно правилата и коректно синтезира основните моменти от дисертацията. Същият адекватно и достоверно представя целите и постигнатите резултати в дисертационното изследване.

7. Критични бележки и препоръки

Съществени пропуски не се установяват.

8. Въпроси

Представям на вниманието на докторант Наталия Петрова един въпрос, който не е продиктуван от празноти в нейното изследване, а по-скоро от рядката възможност за задълбочена професионална дискусия по специализираната тема, предвид нейния практически опит (като портфейлен мениджър, ИД на УД и представител на БАУД в Национална група на пазарните участници (National Stakeholder Group) във връзка с проект на ЕЦБ за хармонизиране на европейските финансови пазари) и високото ниво на нейната дисертация.

Съгласно чл. 43, от Наредба № 44 за изискванията към дейността на колективните инвестиционни схеми, управляващите дружества, националните инвестиционни фондове и ... (1) УД Управляващото дружество анализира ликвидния риск на база исторически данни за входящи и изходящи парични потоци, свързани с дейността на Договорния фонд. (2) Този анализ на взаимния фонд служи за определяне на минималния праг от пари и парични еквиваленти в портфейла му. (3) Управляващото дружество провежда стрес тестове, където е необходимо, които позволяват да се оцени ликвидния риск на колективната инвестиционна схема при извънредни обстоятелства. (4)

Фондът е длъжен да инвестира в ликвидни прехвърляеми ценни книжа и други ликвидни финансови активи, ...

Предвид предписаното в нормативната уредба, ликвидността се разглежда на обобщено ниво за целия фонд, аналогично на фирмената и по-скоро на банковата ликвидност. **Не смятате ли, че е уместно изследването и на пазарната ликвидност на отделните инвестиционни инструменти – паралелно с тяхната доходност и риск, при селекцията им за включване в портфейла на даден фонд, и перманентно в следствие?** Разбира се това е свързано с активно управление и няма такова значение за Индексните ETFs. Същевременно повечето инструменти на БФБ и капиталовият ни пазар, като цяло страдат от недостиг на ликвидност. **Ако отговорът Ви е положителен, то какви аналитични показатели бихте ползвали?**

9. Заключение

Настоящият дисертационен труд се отличава с прецизност и яснота на стила, които са показател за сериозна професионална и научна зрялост. Изведени са значими и аргументирани резултати, налице са практически и научно-приложни приноси. Поставените цел и задачи са успешно изпълнени, изследователската теза и конкретните хипотези са аргументирано потвърдени.

На основата на така представените констатации за настоящата дисертационна работа изразявам своята **категорично положителна оценка** и предлагам на уважаемите колеги от научното жури да гласуват положително ЗА присъждане на ОНС „Доктор” по икономика на Наталия Петрова.

13.11.2020 г.

Автор на становището:


Проф. д-р Ст. Симеонов