



УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО
БИЗНЕС ФАКУЛТЕТ
КАТЕДРА „ИКОНОМИКА НА ПРИРОДНИТЕ РЕСУРСИ“

Радослав Маринов Пашов

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд на тема:

**ПОДХОДИ И МЕТОДИ ЗА ОЦЕНКА НА
ИНВЕСТИЦИИ В РЕАЛНИ АКТИВИ, СЪЗДАВАЩИ
СМЕСЕНА СТОЙНОСТ**

за присъждане на образователна и научна степен „доктор“,
професионално направление 3.8. „Икономика“, научна специалност
„Икономика и управление“ /Агробизнес, екоикономика/

Научен ръководител:
доц. д-р Зорница Димова Стоянова

София 2022 г.

Дисертационният труд се състои от увод, изложение представено в четири глави, заключение, списък на използваните литературни източници и приложения. Той обхваща 277 страници, от които 258 страници изложение, 9 страници списък на информационните източници и 10 страници приложения. Изложението съдържа 41 таблици и 36 фигури. Информационните източници включват 131 литературни източника, от които 8 на кирилица и 123 на латиница.

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита в катедра „Икономика на природните ресурси“ при УНСС – София на със Заповед №.....от г. на Ректора на УНСС.

Авторът на дисертационния труд е редовен докторант в катедра „Икономика на природните ресурси“.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на2022 г. от ч. в зала на УНСС – София, на заседание на научното жури. Материалите по защитата са на разположение в сектор „Научни съвети и конкурси“ и на интернет страницата на УНСС (<http://www.unwe.bg/>).

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност на темата

С трайното утвърждаване в управленската сфера на съвременните концепции за устойчиво развитие, споделена стойност, смесена стойност, двоен и троен краен резултат, все повече инвестиции се насочват към предприятия или осъществяват от предприятия, които се стремят да генерират положителна екологична, социална и финансова стойност. Този нов тип инвестиции, наречени „инвестиции за въздействие"-impact investing (Gair, 2009), имат за цел заедно със създаване на чисто икономическа стойност, да допринасят и за справяне с редица екологични и социални проблеми като намаляване последиците от глобалното затопляне, подобряване достъпа до образование, борба със замърсяването, безработицата и бедността.

Специалистите по оценяване на инвестиционни проекти в реални активи се сблъскват със значителни предизвикателства, породени от промяна на възприемането за стойността, които търговските предприятия създават на собствениците (инвеститорите), поради изменението в цялостната инвестиционна рамка, прегръщаща все повече идеята за създаваната „смесена стойност“ (blended value) - икономическа, социална и екологическа.

Изохождайки от визията, че в правилното оценяване на инвестициите в реални активи се съдържа значителен резерв за увеличаване стойността на компаниите (Ненков, 2008) и от промяната в обхвата на търсената възвръщаемост и навлизане на концепцията за „възвръщаемост, която обхваща всички аспекти от живота“ - living return (Freundlich, 2005) е нужно да се надгради текущата традиционна парадигма за оценка на инвестиции в реални активи, извеждаща създаването на финансова стойност като единствен критерий за позитивна оценка на проект.

Традиционното инвестиране обикновено се разглежда като дейност, отделна и различаваща се от усилията за създаване на положително екологично и социално въздействие. Традиционната гледна точка е, че компаниите изпълняват социалните си и екологични мисии и цели чрез спазване на изискванията за добро корпоративно управление (корпоративна социална отговорност), но без ясна и цялостна философия, като същевременно като за единствено „правилно“ се разглежда финансовия ефект от дадена инвестиция. По същество, основният модел се стреми към максимално увеличаване на финансовата възвръщаемост, съобразена с риска, но изключвайки всички останали екологични и социални ефекти, които биха довели до намаляване на възвръщаемостта, т.е. – създаване стойност и генериране на възвръщаемост в една „вакуумна среда“ (Freundlich, 2005), в

която социалните и екологични разходи не са вътрешно присъщи за организацията.

Настоящият труд се стреми да изследва и покаже новите тенденции в инвестиционното проектиране и необходимостта от надграждане на традиционните практики за оценка на инвестиционни проекти в реални активи, осъществявани от и в социални предприятия.

Основните допускания в разработката се основават на разбирането за промените, които настъпват от гледна точка на завишаващите се изискванията за все по-задълбочено доказване на устойчивото развитие във всички сектори на икономиката – частен, публичен, неправителствен, както и на изместването на основния бизнес фокус за съществуването на една компания. Последното се изразява в извършване на операции и дейност, традиционно неприсъщи за сектора, в който се оперира. Като пример могат да се дадат организациите от т. нар. трети сектор, създадени и традиционно опериращи с филантропски (благотворителен) капитал, които за да могат да изпълняват своята екологична и социална функция прибегват до създаване на бизнес модели за самоиздръжка, без да се разчита само на дарения, а на разширяване на портфолиото от източници на доходи и финансиране (като банки, капиталови инвеститори, инвестиционни фондове). Причината за това се крие в промяна на фокуса на тяхното съществуване – генериране на екологична и социална стойност (за каквото са създадени), но чрез акумулиране на дейности с цел печалба, присъщи на търговските предприятия. Валиден е и обратния процес – компании създадени с цел печалба изземват функции на организации от публичния и неправителствения сектор и създават допълнителна екологична и социална стойност за своите собственици и заинтересовани страни.

Традиционните търговски компании вече обръщат поглед към цялостната стойност, която създават техните инвестиционни проекти в реални активи, поради желанието им за достигнат до нови целеви клиентски групи, разработване на нови продукти и услуги, създаване на нови пазари, тестване на нови бизнес модели, повишаване на ангажираността към марката и т.н.

Този преход от благотворителен към финансов капитал и обратно е необичаен и не е типичен за капиталовите пазари. В тази ситуация следва внимателно да се преосмислят обичайните правила за оценка на инвестиционни проекти, измерване на риска и възвръщаемостта, тъй като текущо те се използват в особена ситуация и не е ясно дали обхващат всички аспекти на настъпващите промени.

Пред оценителите на инвестиционни проекти в реални активи се задават сериозни предизвикателства поради конвергенцията между „световете на

организациите създадени с цел печалба, екологично и социално мотивираните неправителствени организации“ (Wuttunee et al., 2008) и държавния сектор, тъй като всеки от тези сектори има своя концепция, инструментариум, подходи и методи при оценяване ефективността на проектите. Темата се усложнява и от факта, че тази конвергенция има за резултат и създаването на нова организационна бизнес единица – т. нар. предприятия създаващи троен краен резултат или наричани още - социални предприятия, които акумулират в себе си бизнес процеси и от трите сектора.

В настоящия труд предприятията създаващи троен краен резултат (социални предприятия) се разглеждат като носители на новата концепция за оценка на инвестиции в проекти в реални активи, създаващи смесена стойност – финансова, екологична, социална.

Важно уточнение за нуждите на анализа в самото начало е визията, че социалните предприятия са създадени с цел печалба (не неправителствени организации), но извън този водещ мотив, те заемат позиция и извършват дейности с цел максимизиране и на екологичния и социалния ефект от техните инвестиции.

Редица автори през последните години се сблъскват с проблематиката на оценяването на инвестиции с трикомпонентна стойност, търсейки варианти за подходящи методи, които да удовлетворят изискванията на настъпилата „революция на инвеститорите“, която показва как „акционерите стават сериозни по отношение на устойчивостта“ (Eccles and Klimenko, 2019). Grieco (2015) и Grieco et al. (2015) изследват 76 метода за оценка като ги групират в макрокатегории така, че да се помогне на социалните предприемачи да изберат модела, който е най-подходящ за нуждите на тяхната организация. Maas (2009) и Maas и Liket (2011) изготвя класификация на 30 метода, които отличават като подходящи за оценка на създаваната стойност. Spiess-Knaf и Scheck (2017), Lim (2010), Clark et al. (2004), Olsen и Galimidi (2008) също допринасят за значимо обогатяване на научната литература по темата като изготвят собствени детайлни класификации на методите за оценка на стойността и въздействието. Други автори като Yang et al. (2014) разработват собствен модел за оценка на представянето на организацията, който разглежда не само бизнес операциите, но и социалната мисия и въздействие, които имат тези операции. Съществен момент е, че в своите разработки авторите не дават становище на наличие на универсален метод за оценка на стойността на трикомпонентни проекти, а представят многообразието от методи, които всеки предприемач, изследовател, оценител може да използва за своите цели. Детайлният прочит показва, че всъщност преобладаващата част от методите се

фокусира върху изследване на екологичното и социалното въздействие като монетизацията (паричният изразител) на това въздействие не винаги е водеща. Фокуса върху монетизирането на създаваната трикомпонентна стойност е ключовия елемент на настоящата дисертация.

2. Теза, цел, задачи и ограничения на дисертационния труд

Тезата на изследването е, че е необходимо надграждане на традиционните подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи, извършвани от дружества създаващи смесена стойност.

Цел на изследването е на базата на анализа на методи за оценка на инвестиционни проекти в реални активи на и в социални предприятия, да се разработи модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи.

Хипотези

1. Необходимо е да се изготвя оценка на инвестиции в реални активи, създаващи стойност извън финансовата, тъй като инвестирайки в реални активи, социалните предприятия, създават стойност за собствениците в три измерения – финансова, социална, екологична;
2. Необходим е нов набор от методи (или модификация на наличните) за оценка на създаваната смесена стойност на проектите в реални активи поради пропускането на значими възможности за инвестиране, породени от факта, че липсва единна визия за цялостната стойност, създавана от инвестициите със троен краен резултат – корпоративните инвеститори са фокусирани върху рентабилността на проекта от финансова гледна точка, филантропите предоставят безвъзмездни средства, а неправителствените и държавни организации често дават превес на социалния и екологичен ефект пред финансовите загуби.
3. Социалните предприятия въплъщават в себе си възможност да генерират по-висока стойност за собствениците – като се постигне екологична и социална възвращаемост в допълнение към финансовата възвращаемост, то се създават възможности за формиране на по-голям кръг от инвеститори (традиционни и филантропски), което от своя страна дава по-големи възможности за получаване на финансиране

За реализация на целта са поставени за разработване **следните задачи**:

- ✓ Да се направи литературен преглед на понятието социално предприятие и концепциите за споделена стойност, смесена стойност и създаването на троен краен резултат;

- ✓ Да се изяснят методическите и методологически основи на изследване на методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност;
- ✓ Да се оценят подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност;
- ✓ Да се изясни степента на отчитане на рисковата компонента в нормата за дисконтиране при инвестиции, създаващи троен краен резултат;
- ✓ Да се направи преглед на подходите, използвани при прилагане на метода на социална норма на възвръщаемост (SROI).
- ✓ Да се разработи модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за директно придобиване на активи

Обект на изследване са подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия.

Предмет на изследването е необходимостта от надграждане и доразвиване на текущата концепция за оценка на инвестиционни проекти в реални активи на социални предприятия с троен краен резултат.

В дисертационният труд се поставя следните ограничения:

1. Инвестирането в проекти, създаващи както финансови, така и екологични и социални резултати е още по-трудно от инвестирането в проекти търсещи реализацията на чисто финансови цели. Предизвикателствата, пред които е изправен съвременния оценител на инвестиции в реални активи са свързани с наличието на нови инвестиционни стратегии, сливане на публичното и филантропското финансиране с частния капитал, търсене на техники за постигане на екологични и социални резултати в контекста на финансовата ефективност, повишаване изискванията към търсената информация относно създаваната смесена стойност.

2. Липсва единна теоретична постановка за микса от подходи и методи за оценка на инвестиционни проекти, създаващи смесена стойност – финансова, социална и екологична.

3. В процеса се идентифицира значителна „пропаст“ между теоретичните разбирания за оценяване на инвестиции от и в социални предприятия и реален и широкообхванат практически опит в областта, който да спомогне за утвърждаване на новите тенденции в инвестиционното оценяване.

4. Няма единна дефиниция за това какво е „социално предприятие“ и мястото му сред икономическите субекти, което води до колебания при оценителите на инвестиционни проекти в реални активи какъв набор от методи за използват – от корпоративния, публичния и неправителствения сектор.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд съдържа увод, четири глави, заключение, списък на използваната литература и приложения.

Структурата на изложението включва:

СПИСЪК НА ИЗПОЛЗВАНИТЕ СЪКРАЩЕНИЯ

СПИСЪК НА ТАБЛИЦИТЕ

СПИСЪК НА ФИГУРИТЕ

УВОД

ПЪРВА ГЛАВА. СОЦИАЛНО ПРЕДПРИЯТИЕ И КОНЦЕПЦИИТЕ ЗА СМЕСЕНА СТОЙНОСТ И СЪЗДАВАНЕТО НА ТРОЕН КРАЕН РЕЗУЛТАТ

1.1. Литературен преглед на същността на социалното предприятие

1.1.1. Причини и предпоставки за възникване на социалното предприятие

1.1.2. Определения за същността и характеристиките на социалното предприятие

1.1.3. Типология на социалните предприятия

1.2. Концепцията за споделената стойност (Shared value) и смесената стойност (Blended value) - влиянието им върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти

1.3. Теоретични основи на концепцията за троен краен резултат (triple bottom line - TBL) и влиянието ѝ върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти

ВТОРА ГЛАВА. МЕТОДИЧЕСКИ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИ ОСНОВИ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

2.1. Методически инструментариум

2.2. Методическа рамка на изследването

ТРЕТА ГЛАВА. ОЦЕНКА НА ПОДХОДИТЕ И МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА НА ИНВЕСТИЦИИ В РЕАЛНИ АКТИВИ В И ОТ СОЦИАЛНИ ПРЕДПРИЯТИЯ, СЪЗДАВАЩИ СМЕСЕНА СТОЙНОСТ

3.1. Преглед и оценка на подходите и методи за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност

3.1.1. Традиционни подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи, характерни за корпоративния сектор.

3.1.2. Подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи в публичния и неправителствен сектор.

3.1.3. Избор на метод за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи троен краен резултат на базата на избрани критерии

3.2. Определяне на нормата на дисконтиране на инвестиции с троен краен резултат в реални активи

3.2.1. Преглед и оценка на подходи и методи за изчисляване на изискуемата норма на възвръщаемост в корпоративния сектор.

3.2.2. Преглед и оценка на подходи и методи за изчисляване на изискуемата норма на възвръщаемост в държавния и неправителствен сектор

3.2.3. Използвани емпирични норми на дисконтиране в държавния и неправителствен сектор.

3.2.4. Отчитане на риска при определяне на нормата за дисконтиране в държавния (неправителствен) сектор и при инвестиции, създаващи троен краен резултат.

3.3. Анализ на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи смесена стойност (троен краен резултат) и метода Социална норма на възвръщаемост (SROI) – анкетно проучване

ЧЕТВЪРТА ГЛАВА МОДИФИЦИРАН МОДЕЛ ЗА ОЦЕНКА НА ИНВЕСТИЦИОННИ ПРОЕКТИ С ТРОЕН КРАЕН РЕЗУЛТАТ ЗА ДИРЕКТНО ПРИДОБИВАНЕ НА АКТИВИ

4.1. Характеристики и особености на метода Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI))

4.2. Модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие) въз основа на дисконтирани парични потоци

4.3. Практическо приложение на модифицирания модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие) въз основа на дисконтирани парични потоци

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

БИБЛИОГРАФИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

III. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

ПЪРВА ГЛАВА. СОЦИАЛНО ПРЕДПРИЯТИЕ И КОНЦЕПЦИИТЕ ЗА СМЕСЕНА СТОЙНОСТ И СЪЗДАВАНЕТО НА ТРОЕН КРАЕН РЕЗУЛТАТ

В първа глава е направен литературен преглед на същността на социалното предприятие, причините и предпоставките за възникване му, типологията, както и литературен преглед на концепциите за споделената стойност (Shared value), смесената стойност (Blended value) и тройния краен резултат и влиянието им върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти

1.1 Литературен преглед на същността на социалното предприятие

Първият параграф изяснява причините за възникване на социалните предприятия, определенията за социално предприятие и типологията му.

Причините възникване на социалните предприятия се крият още в късните 70-те и ранните 80-те години на ХХ-ти век, като се наблюдават нюанси в силата на факторите предопределящи появата и развитието им като нова икономическа категория в Европа и САЩ. В своето изложение, авторът на настоящата разработка се основава на трудовете на доказани специалисти в обследваната тема сред които: Alter (2002, 2007), Salamon (1993, 1995, 1997), Eikenberry и Kluver (2004), Crimmins и Keil (1983), Young (1986, 2001, 2002, 2003), Grenier (2003), Nicholls (2005), Yunus (2006, 2010), Emerson (2000, 2003), Skloot (1987), Defourny и Nyssens (2008, 2010, 2012) и други.

Самото понятие „социално предприятие“ се появява за пръв път в Европа в законов акт през 1991 г. в Италия, като се свързва с неправителствения сектор, който е силно развит в тази страна (включително кооперативното движение) – създава се специфична правна форма на „социални кооперации“ (Defourny, Nyssens, 2010).

Икономическата литература няма единно определение за понятието „социално предприятие“, както и за обхвата на дейностите, с които се ангажира.

Според Alter (2002) терминът „социално предприятие“ за първи път е разработен през 70-те години, за да определят бизнес дейностите, които нестопанските организации започват да развиват като начин за създаване на възможности за работа на групи в неравностойно положение. В своите трудове Alter (2002) разработва три архетипа на социално предприятие въз основа на това как социалната програма и дейностите на предприятията се свързват: бизнес дейности, които са вградени в социалните програми, бизнес дейности,

които се припокриват със социалната програма и бизнес дейности, които допълват, но са отделни от социалната програма.

Smit (2012) посочва, че първият, който налага и използва понятието „социално предприятие“ е Freer Spreckley през 1978.

В САЩ през 80-те години на XX в. се използва многообразие от термини за описване на организациите със социални цели (Defourny, Nyssens, 2010): предприятие с нестопанска цел, предприемачество с нестопанска цел, предприятие със социално предназначение, социална иновация, бизнес със социално предназначение, предприятие за създаване на богатство в общността, публично предприемачество.

В The blended value map: Tracking the Intersects and Opportunities of Economic, Social and Environmental Value Creation, Emerson (2003) използва понятието „социално предприятие“ за обозначаване на предприятия с двоен краен резултат, предприятия със социално предназначение, нестопански бизнес предприятия и предприятия създадени с цел печалба, но с определена мисия. Социалните предприятия обикновено търсят смесена възвръщаемост - финансовата или поемане на допълнителен риск в преследване на социална и/или екологична стойност.

Yunus (2010) в контекста на социалното предприемачество прави и по-радикална констатация за съвременната икономическа система като твърди, че „съществуващата ни теория за капитализма е погрешна дотолкова, доколкото погрешно представя човешката природа и заключава, че представянето на капитализма на хората като „едноизмерни същества, чиято единствена мисия е да увеличи максимално печалбата“ представлява „лошо изкривена картина“, защото не успява да признава, че човешките същества също са водени от безкористни мотиви“.

Wuttunee et al. (2008) споделят виждането, че социалните предприятия имат хибридно качество на реагиране на незадоволени социални нужди чрез бизнес средства. Следователно характерът на отчетността им се различава от тази на традиционните организации с нестопанска цел. Първо - те генерират човешки и финансови ресурси, които до голяма степен действат в съответствие с правилата на пазара. Второ - те са отговорни за постигането на социалната стойност, която е въплътена в тяхната мисия и се базират на принципите на етиката и морала на „прави добро“.

Alter и Nicholls в своите разработки разглеждат социалното предприятие и като самофинансираща се организация.

Gonzalez и Dentchev (2021) споделят своята визия за социалните предприятия през определението за „социален предприемач: „личности, които

създават социална стойност, съчетавайки предприемаческа дейност с нагласи от широк кръг от субекти като публични организации, НПО, социални предприятия, социални бизнес единици и други подобни, насочени към подобряване на социалното благосъстояние на другите.

Типологията на социалните предприятия и тяхното място в икономическия спектър дават отговор на въпроса защо те са подходящ носител на концепцията за „устойчиво развитие“.

Сред авторите, които разглеждат въпроса за типологията на социалните предприятия е Alter. Alter (2007) използва хибриден спектър на икономически субекти, за да позиционира и разграничи същността на социалните предприятия спрямо останалите дружества, опериращи в икономическата повърхност. Alter детерминира социалните предприятия като търсещи социална стойност и в непосредствена близост до компаниите, които са създадени с цел печалба и формиращи икономическа стойност.

През 2008 г. Chertok et al. (2008) в *Stanford Social Innovation Review* излагат своята визия за мястото на социалните предприятия сред спектрума от социални и финансови възвръщаемости. За разлика от Alter, който позиционира социалните предприятия в спектъра по-близък до неправителствените организации, то Chertok et al. виждат новата икономическа форма като едновременно съчетаваща в себе си структурата на компаниите създадени с цел печалба и структурата на неправителствените организации. Според тях социалните предприятия акумулират в себе си едновременно филантропски и търговски капитал.

Друго разграничение между социалните предприятия и традиционната компания прави *Social Enterprise Association*, но през погледа на създаваната стойност и възвръщаемостта. Социалните предприятия отново са позиционирани между неправителствените организации и търговските дружества, който целият финансова възвръщаемост.

Една от добрите разработки за мястото на социалното предприятие сред палитрата от икономически субекти е на *Social Enterprise Alliance*. От Алианса правят кратко графично обобщение на това какво е социалното предприятие и къде то е позиционирано в икономическата равнина. Описвайки го с редица ключови думи като иновация, хибрид, социална отговорност, троеен краен резултат, устойчивост, конвергенция, филантропия, генериране на приходи, целево инвестиране, всъщност те разкриват многообразната същност на социалните предприятия и основната им характеристика – да комбинират практики от неправителствения и корпоративния сектор, за да създават устойчивост.

Цялостен, обобщен модел на икономическите субекти, техните сфери на дейност и места на припокриване на активностите представят Defourny и Nyssens (2012), като те се основават на разработките на Pestoff (1998, 2005) и извеждат икономическата равнина като триъгълна координатна система.

В този параграф се правят и обобщенията, че:

✓ социалните предприятия са икономическия субект, който комбинира в себе си трите икономически свята – корпоративен, неправителствен и държавен, стремейки се да доставят продукти и услуги създаващи трикомпонентна стойност – икономическа, социална и екологична.

✓ социалните предприятия се стремят да изградят един по-справедлив и устойчив свят чрез прилагане на пазарно-ориентирани стратегии към днешните екологични и социални проблеми. В направеното анкетно проучване, респондентите ясно обвързват социалното предприятие с реализирането на цели с троен краен резултат и описват принципите на действие на социалното предприятие, които се препокриват и с тези на концепцията за „устойчивото развитие“.

✓ въпреки, че се определят като създаващи трикомпонентна стойност (финансова, екологична и социална), то екологичният елемент продължава да бъде подценяван и често да се игнорира, дори сред научните среди. Този факт може да се обясни с генезиса на възникването на социалните предприятия, където социалния елемент е силно доминиращ и е главна причина за формирането му като икономическа категория.

✓ в наши дни място на социалните предприятия е по-скоро на хибриден, междинен, икономически субект, който търси по-голяма финансова независимост и използва чисто търговски практики и подходи и се движи в размитата граница между традиционните търговски компании и компаниите със социална цел (които са или неправителствени организации или такива търсещи активно формирането на приходи от търговски операции).

1.2 Концепцията за споделената стойност (Shared value) и смесената стойност (Blended value) - влиянието им върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти.

Във втория параграф се прави преглед на съвременните икономически концепции, които оказват влияние върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти.

Концепцията за споделената стойност (shared value) е нова икономическа мисъл, която засяга редица сфери на икономическия живот – устойчиво развитие, екологични и социални аспекти в поведението на една компания, различни измерения на стойност, която създават и трябва да създават

дружествата, касае включително и начините за оценка на инвестиционните проекти.

Porter и Kramer (2011) я представят официално за прът път в Harvard Business Review през 2011 г.

„Капиталистическата система е под обсада“, започват своята публикация Porter и Kramer. Според авторите през последните години бизнесът все повече се разглежда като основна причина за социалните, екологичните и икономическите проблеми на нашето съвремие и просперира за сметка на обществото. Те споделят виждането, че „легитимността на бизнеса е спаднала до нива, които не са наблюдават в близката история и бизнесът е заседнал в порочен кръг“. Според тях голяма част от проблема се крие в самите компании, които продължават да гледат тесногръдо на създаването на стойност, оптимизирайки краткосрочните си финансови резултати, като същевременно пропускат важните нужди на своите клиенти и пренебрегват по-широките влияния от дейността си, които определят техния дългосрочен успех.

Решението, което дават авторите на този многогодишен сблъсък между печалба и екологично и социално се корени в „принципа на споделената стойност, който включва създаване на икономическа стойност по начин, който също така създава стойност за обществото чрез справяне с неговите нужди и предизвикателства“. Те са категорични, че „бизнеса трябва да обвърже успеха на компанията със социалния прогрес. Споделената стойност не е социална отговорност, филантропия или дори устойчивост, а нов начин за постигане на икономически успех“.

Emerson (2003), бащата на термина „смесена стойност“ заявява, че „през последните години ставаме свидетели на значително увеличение на висшите мейнтрийм изпълнителни директори, обсъждащи социалното и екологичното представяне на техните фирми, но не като средство за ПР и маркетингова кампания, а като стратегия за увеличаване на общата стойност на техните компании и се увеличават дискусиите сред различни групи инвеститори (корпоративни, филантропски/социални) как да се проследи и оцени стойността на нефинансовите резултати на капиталовите инвестиции“. Тези нови процеси „са част от възникващия набор от нови институции, методологии и капиталово-инвестиционни инструменти, способни да максимизират тази стойност“.

Според него текущата инвестиционна рамка е разделена на две крайности - инвеститорите се стремят или да „се справят добре“ или „да правят добро“, т.е. търсят финансова изгода или безвъзмездна такава. Текущото разбиране за инвестициите и възвръщаемостта се основава на традиционно разделение в

създаването на стойност - социална срещу икономическа стойност. „Това разбиране по своята същност е погрешно“, казва Emerson.

Той доразвива своите възгледи като споделя, че това е един дисонанс, фалшива дихотомия, при която се иска да се направи инвестиционен избор въпреки, че половината от информацията за инвестиция е „на масата и само половината от истинската ѝ стойност се разглежда“.

От литературния обзор се извеждат изводи, че съвременното инвестиране в проекти търсещи смесена стойност изисква инвеститорите да мислят за инвестирането си като „единна инвестиционна стратегия - подход към управлението на финансовите активи, който максимизира не само икономическите резултати и възвръщаемостта, но и социалното и екологичното въздействие“ (Bonini, Emerson, 2005). Друго предизвикателство е, че няма общоприет набор от подходи и методи, чрез които да се оценява ефективността на нефинансовите аспекти, както на организациите, така и на инвестиционните фондове. В допълнение към доминиращото мислене, което ни налага традиционния възглед, че организациите с нестопанска цел създават чисто социална и екологична стойност, а търговските компании създават само финансова стойност, има редица други предизвикателства като проектирането на подходящи капиталови инвестиционни инструменти, неясноти как най-добре да се оценят финансовите и организационните резултати, как да се създаде ефективна държавна политика, данъчна и регулаторна среда за новия тип инвеститори в смесена стойност.

1.3. Теоретични основи на концепцията за троен краен резултат (triple bottom line - TBL) и влиянието ѝ върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти.

Третият параграф представя концепцията за тройния краен резултат, която отстоява значимостта на връзката между икономическите резултати на фирмата и нейната ефективност в социален и екологичен аспект.

Нейната цел е увеличаване стойността на компанията, паралелно със създаване на стойност за всички заинтересовани страни (контрагенти), създаване на стойност за обществото чрез допринасяне за решаване на критични социални въпроси и използване на подход, съобразен с принципа на пирамидално бизнес развитие.

Когато говорим за термина „троен краен резултат“ името на един автор излиза на преден план - John Brett Elkington.

В своята творба „Cannibals with forks. The triple bottom line of 21st century business“, Elkington (1997) институционализира концепцията за тройния краен резултат като я пречупва през призмата на корпоративния сектор и

капитализма, които имат възможност да надградят текущата мейнстрийм конюнктира на функциониране чрез включване на „устойчивост“ в своя бизнес модел. Той предлага седем „революции“, които след като се вземат в предвид от компаниите ще доведат до синхрон и хармонизация между стремежа към печалба и постигане на социална и екологична справедливост. Този баланс се представя като триъгълник с три ключови елемента – хора, планета, печалба., т. нар. 3 П (people, planet, profit).

В този параграф се прави обобщение, че концепцията за троен краен резултат предполага и разширява парадигмата за оценяване на инвестиционни проекти. Оценката трябва да включва по-задълбочено събиране на данни и трябва да разшири визията за ефективност, отвъд единствено финансовите параметри.

ВТОРА ГЛАВА. МЕТОДИЧЕСКИ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИ ОСНОВИ НА ИЗСЛЕДВАНЕТО.

Втората глава представя методическите и методологическите основи на изследването. Първият параграф представя използвания методически инструментариум.

2.1. Методически инструментариум

За доказване на изследователската теза и задълбочеността на настоящия труд е използван разнообразен научен инструментариум – аналитичен, системен, исторически, конфликтологичен, диалектичен, сравнителен и полеви метод.

Използвани са съвместно аналитичен и системен метод за проследяване типологията на социалното предприятие и мястото му в икономическата среда. Те са подходящи за целите на изследването, защото като сравнително нова икономическа единица социалните предприятия въплъщават в себе си елементи от различни сектори на икономиката, които следва да бъдат разгледани като самостоятелни и независими проявления в „поведението“ на социалните предприятия като икономически субекти. Същевременно отделните разнородни елементи формират нова система от характеристики, които посредством използването на системния метод разкриват същността на социалните предприятия като хибридна форма на управление на парични фондове.

В методологически план изследването се основава и на исторически и конфликтологичен метод. Чрез историческия подход е изследвано възникването и развитието на концепциите за социално предприятие, троен краен резултат, смесена и споделена стойност. Формирането на социалните предприятия като икономическа категория възниква под влияние на различни

социални, екологични и икономически обстоятелства, които в паралел с изчистване на теоретичните постановки в науката за ролята на новата икономическа категория, водят до исторически качествени и количествени натрупвания на знания, които детерминират социалните предприятия като нов инвестиционен субект в реални активи.

Използването на конфликтологичния подход се налага поради сложността и многомерността на разглежданата тема и необходимостта за синтезиране на множество разнопосочни връзки и отношения при осъществяване дейността на социалните предприятия. Бидейки позиционирана като хибридна форма на икономическа активност, социалното предприятие и концептуално и емпирично, посредством конфликтологичния подход, разкрива конфликтологичните отношения и взаимоотношения на взаимодействащите си в него на пръв поглед противоположни цел – да се създаде синергичен ефект от едновременно формиране на екологична, социална и икономическа стойност при инвестиране в реални активи.

Диалектическият метод се прилага, за да се разкрие как противоположни явления и процеси, които са в конфликт (борба) помежду си, всъщност са едно цяло. Диалектиката е използвана при обзора на методите за оценка на инвестиции в реални активи в корпоративния, държавен и неправителствен сектор. Привидно е налице конфликт между предпоставени противоречия, чието разрешаване е непосилна задача, но разглеждайки методологичните основи и практическото приложение на всеки един от методите за оценка се обособяват общи характеристики, които извеждат нови постулати в оценяването водещи до относително единство.

Многомерността на засегнатите въпроси в изследването предполагат необходимостта от сравнимост на различни процеси, явление и емпирични характеристики. Сравнителният метод в дисертационния труд се прилага при анализа на нормите на дисконтиране и методи за оценка, използвани от оценителите в различните сектори на икономиката и оценителската парадигма.

От така наречените полеви методи на проучване е използвана анкета. Анкетният метод е използван, за да се проучи емпирично етапа, до който е стигнал процеса на оценка на инвестиции в реални активи, създаващи троен красен резултат, използваните методи, мотиви за инвестиране и като цяло – отношението на оценителя към промянящата се оценителска среда.

2.2. Методическа рамка на изследването.

Вторият параграф представя методическата рамка на изследването на методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални

предприятия, създаващи смесена стойност в няколко аспекта – теоретичен, методически и аналитичен.

Методологическата рамка на изследване включва:

1. Литературен обзор на понятието социално предприятие и концепциите за смесена стойност и създаването на троен краен резултат, като е направен:
 - ✓ Литературен преглед на понятието социално предприятие;
 - ✓ Теоретични основи на концепцията за троен краен резултат (triple bottom line - TBL) и влиянието ѝ върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти, ограничения, критики;
 - ✓ Литературен обзор на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност
2. Оценка на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност.
 - ✓ Литературен обзор на традиционни подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи, характерни за корпоративния сектор
 - ✓ Литературен обзор на подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи, характерни за публичния и неправителствен сектор
 - ✓ Обосняване на групи методи за оценка на инвестиции в реални активи, характерни за публичния и неправителствен сектор
 - ✓ Избор на метод за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи троен краен резултат на базата на избрани критерии
 - ✓ Извеждане на модифициран модел за за оценка на инвестиции с троен краен резултат, който е практически приложен в действащо предприятие.
3. Определяне на нормата на дисконтиране на инвестиции в реални активи в/от социални предприятия (инвестиции с троен краен резултат):
 - ✓ Литературен обзор на подходи и методи за изчисляване на изискуемата норма на възвръщаемост в корпоративния сектор;
 - ✓ Литературен обзор на подходи и методи за изчисляване на изискуемата норма на възвръщаемост в държавния и неправителствен сектор;
 - ✓ Литературен обзор на използвани емпирични норми на дисконтиране в държавния и неправителствен сектор.
4. Отчитане на риска при определяне на нормата за дисконтиране в държавния (неправителствен) сектор и при инвестиции, създаващи троен краен резултат.
5. Анализ и оценка на българската и световна практика при използваните подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи смесена стойност (троен краен резултат) и метода Социална норма на възвръщаемост (SROI).

б. Извеждане на практически калкулации при прилагане на модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие).

В изложението се прави обзор на понятието „социално предприятие“, анализ на основните характеристики на социалното предприятие, причините за възникването му като икономическа категория, мястото, което заема сред останалите икономически субекти.

Поради многообразието си и спецификата в методиката на оценка на въздействието на екологичните и социални и ефекти и по-важно - на стойността, която се създава, за нуждите на настоящия труд е необходимо детайлно класифициране на методите използвани от държавния и неправителствения сектор, за да се обособи тази група методи и в последствие индивидуални методи, които отговарят на изискванията за оценка на инвестиционни проекти в реални активи създаващи смесена стойност, а достоверност, монетизиране на всички резултати, оценка на стойността (изразяване в паричен измерител), приложимост, систематичност. Техниката за класификация се основава на дефиниране на критерии за класификация, определяне на групи методи на база критериите, разпределение на всеки отделен метод по критерии и групи, и обособяване на една група от методи, които са обект на интерес в настоящата теза и отговарят на изискванията за оценка на инвестиции.

Беше проучен широк кръг от методи за оценка в държавния и неправителствен сектор, след което се извърши селекция на 4 етапа, за да се обособи група методи, които да бъдат детайлно разгледани и подложени на класифициране.

На **първи** етап се проучиха 179 метода използвани в държавния и неправителствен сектор за вземане на решения, касаещи инвестиции, проекти, програми и други интервенции, характеризиращи се с голямо многообразие и специфични ниши за използване.

На **втори** етап всеки един от 179-те метода е анализиран относно групата заинтересовани страни, за която е предназначен, целта и сектора. В резултат на скрининга въз основа на горните критерии на този етап се обособиха 127 метода, които да бъдат обект на последващ задълбочен анализ.

На **третия** етап се изготви последваща селекция въз основа на 4 ключови критерия:

- 1) способността на метода да бъде използван за вземане на обосновано решение за инвестиционно предложение, създаващо трикомпонентна стойност;
- 2) същност на метода – описателен или търсещ паричен (или алтернативен) измерител;
- 3) универсалност на метода;
- 4) функцията, която изпълнява: водещ или спомагателен.

В резултат на анализа от 127 метода, за обект на финално изследване бяха определени 50 от тях.

Останалите методи не са интерес за настоящата разработка, тъй като имат следните недостатъци:

- Представяват индекси и скали с данни за определена екологична и социална информация, които сами по себе си не са методи за вземане на инвестиционно решение, а могат да се използват като източник на данни;
- По същество методите са основно описателни и много ясно описват „историята“ на инвестицията, програмата, интервенцията, но не дават тежест на паричния измерител като инструмент за определяне на стойността, която се създава;
- Предназначен са за много специализирани сегменти като престъпност, образование, поведенчески особености и др. и това не позволява тяхното използване на общовалидни и универсални методи;
- Изпълняват спомагателна функция – могат да се използват за доказване на значимостта на инвестиционното решение, но не и да определят кое решение да се избере.

На 4-тия етап идентифицираните 50 метода са обект на финална класификация въз основа на конкретни критерии и подробно описване на методологията на всеки метод.

След обстоен анализ на методите, използвани в третия и държавен сектор, авторът се позовава на Maas и Liket (2011), които разработват обстойна класификационна рамка на методите в тези два сектора. Техният труд използва разработките на Clark et al. (2004) и Schaltegger et al. (2000).

Въз основа на класификационната рамка на Maas и Liket (2011), в резултат на собственото проучване на използваните методи, 50-те дефинирани метода за оценка се разграничават по следните критерии: цел, времева рамка, хоризонт на времевата рамка, обхват и подход.

Въз основа на заложените критерии в изложението се извежда едни метод – социална норма на възвръщаемост (SROI) – който е обект на детайлен анализ и въз основа на идентифицираните недостатъци в прилагането му, авторът

предлага и модифициран метод, който е апробиран в действащо предприятие и би имал по-широко приложение, особено в корпоративните среди.

В този контекст и с цел доказване на тезата на дисертационния труд, авторът осъществи емпирично изследване сред български и чуждестранни университетски преподаватели и изследователи, финансови и екологични и социални експерти, оценители, одитори, корпоративни и социални предприемачи, представители на местна власт, банкери и други, с което се опитва да проследи необходимостта от промяна, надграждане (или респективно липсата на такава необходимост) в парадигмата за инвестиционно оценяване касаеща методите за оценка на проекти с троен краен резултат. Ограничеността и дори липсата на такива изследвания не само у нас, но в чужбина мотивираха автора да предприеме емпиричното проучване с основна цел: да се изведе извод дали текущите мейнстрийм методи за оценка на инвестиции в реални активи в корпоративния и публичния сектор са единствените приложими или е необходимо надграждане на тези методи или следва да се използват изцяло нови.

Според автора ако емпиричното проучване докаже необходимостта от надграждане (извеждане) на нови методи за оценка на инвестиции на компании със смесена стойност, резултатите от изследването ще имат практическо приложение в следните направления:

- ще се стимулира задълбочаването на изследванията на инвестиционното проектиране за навлизащата все повече ниша на компаниите с троен краен резултат (социални предприятия);
- ще се изгради опорна точка за други автори и изследователи да надградят, коригират или развият нови модели за оценка на инвестиции в реални активи на компании с троен резултат (социални предприятия);
- ще се докаже тезата на автора, залегнала в обосновката на дисертационния труд.

Основната цел на емпирично изследване, проведено сред 109 български и чуждестранни респонденти (86 анкетирани чрез въпросник и 23 чрез онлайн дискусии в LinkedIn групи и директни онлайн контакти) е да даде отговори не само за използваните методи за оценка на инвестиции в реални активи с троен краен резултат, а да предостави отговори и на ключови въпроси свързани със същността на социалните предприятия, добавената стойност, които създават (или пък не създават), нагласите към инвестиране в социално предприятия и мотивите за инвестиране в троен краен резултат и възможността за финансиране на такъв тип проекти.

Въпросите в анкетата са така зададени, че да дават възможност на респондентите да отговорят съгласно тяхната експертиза и да не ограничават възможностите за отговор или да насочват въпроса към дадена посока на съждение. Цели се максимална обективност за доказване на тезата.

Емпиричното проучване се осъществи на 3 етапа: първи период: 2014 г.- 2015 г., втори: 2016 г. - 2019 г., трети: 2020-2021 г.

Анкетното проучване е изпратено до респонденти, които са подбрани въз основа на наличието на опит и знания по темата.

В анкетното проучване се търси и различно географско представителство, за да се събере максимално значима и полезна информация, която да подпомогне последващия анализ на данните. Една от основните цели на търсения широк географски обхват е да се избегнат потенциални ограничения в отговорите породени от различната степен на развитие на социалното предприемачество в отделните страни, отгук на теоретичния и практически опит в областта на оценяването на инвестиционни проекти в реални активи създаващи троен краен резултат.

Също така, направеният анализ на използваните методи за оценка показва, че в корпоративния свят относително липсва моделиране на нови подходи и методи и се разчита на утвърдените такива. За разлика – в неправителствен сектор, има многообразие от методи, включително се създават специализирани такива, които първоначално се използват само за вътрешни цели на организациите, за оценка на кредитоискателя и неговия проект от така наречените етични банки, метода SROI, който е разработен за нуждите на REDF, но в последствие станал обект на развитие и надграждане от други организации и др. Това многообразие обяснява в голяма степен и получаването на различни, а понякога и противоречиви резултати от инвестиционната оценка на проекти на социални предприятия. Използването от страна на изследователите и оценителите на различни методи дава възможност за включване и на различни входящи параметри, което може да доведе и до различни несравними резултати.

Липсата на стандарт за дефиниране на обхвата на входящите параметри за екологичното и социалното въздействие, групите от населението, които се облагодетелстват от инвестиционен проект с троен краен резултат, преценката на оценителя за „спестените“ обществени разходи отправя поле за значителна доза субективност за избор на метод за оценка.

За да се елиминира в максимална степен проблема със субективността, авторът затвърждава виждането си, че емпиричното проучване следва да обхване голям кръг от експерти и специалисти с широк географски обхват.

Въпросникът е комбинация от затворени и отворени въпроси.

Вземайки предвид посочените ограничения и заложените цели на проучването, във финалната анкетна карта са включени седемнадесет въпроса. Дванадесет от тях са така разработени, че да се даде възможност да се придобие детайлна информация за мотивите за социалното предприемачество, опциите за финансиране, добавената стойност на такъв тип компании и инвестиции в контекста на дисертационния труд.

Поради специфичната ниша от парадигмата на инвестиционното проектиране свързана с оценяване на инвестиране с троен краен резултат, анкетното проучване не претендира за изчерпателност, но е добра основа за последващи научни разработки и анализи. Същевременно то позволява да се изведат изводи и аргументи в полза на зададената теза, цели и задачи на дисертационния труд.

Основните източници, използвани в настоящата разработка са научни трудове и монографии на български и чужди автори, публикации в специализирани издания, обобщени мнения и становища от научни конференции, сборници, както и информация от Интернет.

ТРЕТА ГЛАВА. ОЦЕНКА НА ПОДХОДИТЕ И МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА НА ИНВЕСТИЦИИ В РЕАЛНИ АКТИВИ В И ОТ СОЦИАЛНИ ПРЕДПРИЯТИЯ, СЪЗДАВАЩИ СМЕСЕНА СТОЙНОСТ

В трета глава се прави преглед, анализ и оценка на подходите и методи за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност и на нормата на дисконтиране, прави се избор на метод за оценка и се представят резултатите от направеното анкетно проучване.

3.1 Преглед и оценка на подходите и методи за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност

Инвеститорите в социалните предприятия и/или ръководителите на социални предприятия се сблъскват със значителни трудности да определят адекватните подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи. Задава се въпроса: кои биха били най-подходящите подходи и методи за определяне на паричната форма на стойността. Трудността произтича от хибридният статус на социалните предприятия, които създават стойност, извън традиционното разбиране и респективно предполагат използване на подходи и методи от трите сектора на икономиката, които в определени ситуации могат да индикират противоположни резултати, поради особеностите на сектора, за който са създадени за бъдат използвани.

Заложеното вътрешно противоречие в съществуването на социалното предприятие от гледна точка на привидно несъвместими стойности, които създава (икономическа, социална и екологична), предопределя по-широкообхватен анализ на съществуващите подходи и методи за оценка на инвестиционни проект в трите сектора на икономиката – частен, държавен и неправителствен.

В изложението се прави задълбочен анализ на съществуващите подходи и методи за оценка, като се цели извеждане на подход (подходи) и метод (методи), които са най-подходящи за използване от заинтересованите страни, свързани с управлението на социалните предприятия или от външни инвеститори търсещи троен краен резултат от своите инвестиции.

3.1.1. Традиционни подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи, характерни за корпоративния сектор.

Подходите и методите за оценка в корпоративния сектор се класифицират въз основа на 2 критерия: дали инвестициите са за директно придобиване на активи (машини, съоръжения, оборудване, сгради и др.) или за индиректно придобиване на активи (закупуване на цяла компания).

Всеки от разглежданите подходи за сектора разполага с инструментариум от методи, които се използват в зависимост от контекста на оценявания и в зависимост от това дали са за директно или индиректно придобиване на активи (закупуване на цели предприятия).

Ненков (2008) извежда 3 основни универсални подхода на оценка на инвестиции в реални активи:

- подход на база активите;
- подход на база доходите;
- подход на пазарните сравнения.

Подходът на база активите е приложим при индиректно придобиване на активи, т.е. при оценка на стойността на цяло предприятие (при инвестиции за закупуване на цяла компания).

Подходът включва два метода: чиста стойност на активите и ликвидационна стойност на активите.

Подходът на база на доходите се основава на виждането, че стойността на предприятието е функция от размера на неговите доходи (чисти парични потоци), т.е. разликата от приходите и разходите от дейността, като отчита ръстът и разпределението на доходите във времето, риска и стойността на парите във времето. Той е подходящ за оценка при директно и индиректно инвестиране в реални активи.

Към подхода се прилагат два основни метода: метод на дисконтираните бъдещи доходи и метод на капитализация на дохода

Подходът на пазарните сравнения използва „предприятия анализи“ и „пазарни съотношения“, за да се определи стойността на едно предприятие спрямо подобно такова, което вече е продадено. Търсят се предприятия „анализи“, въз основа на определени съотношения.

Основните методи към този подход са:

- ✓ P/E - цена/нетна печалба;
- ✓ P/BV – цена/счетоводна стойност;
- ✓ P/DIV – цена/дивидент;
- ✓ P/CF – цена/паричен поток;
- ✓ P/E – цена/нетна печалба.

❖ **Методи за оценка на инвестиции за директно придобиване на активи**

Голяма част от реалните активи на дружествата като машини, съоръжения, оборудване, сгради, се придобиват в рамките на дейността на самата компания. Този тип инвестиции се дефинират като „инвестиции за директно придобиване на активи“.

Основният подход използван при директното придобиване на активи е подходът на база доходите.

Александрова (2011) класифицира две основни групи методи за оценка като критерия е това дали се отчита стойността на парите във времето или не. Двата типа методи биват статични и динамични.

Първите са по-лесни за употреба, но и по-неточни, тъй като при тях се съпоставят парични потоци, които реално са несъвместими поради неотчитането на стойността на парите във времето. За да се преодолее този недостатък се формират т.нар „еднопериодни методи за оценка“. Те се базират на информация от условен аналитичен годишен отчетен период като се изчисляват средногодишни приходи и разходи. На тази база се изчислява средногодишна печалба от проекта. Други опити за преодоляване на основния недостатък на статичните методи се правят чрез използването на нетните парични потоци или чрез обхващане финансовия ефект за целия инвестиционен период. Като цяло обаче те си остават доста неточни.

Динамичните методи се основават на дисконтирането на паричните потоци, чрез което те стават съпоставими помежду си. За разлика от статичните те се отличават със значително по-голяма точност, поради което са предпочитани при извършването на финансовия анализ на съответния капиталово-инвестиционен проект.

Видове статични и динамични методи за оценка

В групата на статичните методи за оценка се включват:

- метод на срок на откупуването;
- метод на средногодишната норма на възвръщаемост на капитала;
- метод на броя оборотите на инвестиция капитал;
- метод на относителната печалба;
- метод на минималната себестойност;
- метод на сравняването на аналитичната печалба.

Към динамичните методи се причисляват:

- метод на нетната настояща стойност (ННС);
- метод на вътрешната норма на възвръщаемост;
- метод на модифицираната вътрешната норма на възвръщаемост;
- метод на коефициента „приходи-разходи“;
- метод на индекса на рентабилност;
- анюитетен метод;
- метод на срока на скотираното откупуване;
- метод на нетната бъдеща стойност.

❖ Методи за оценка на инвестиции за индиректно придобиване на активи.

Инвестициите за индиректно придобиване на активи са насочени към закупуване на контролен дял от действащо предприятие.

При този тип инвестиции отново водещ подход е подхода на база на доходите.

Димитър Ненков (2008) групира основните методи за оценка на инвестиции за индиректно придобиване на активи в 3 модела:

- Модели за директна оценка на собствения капитал, базирани на дисконтирани парични потоци (discounted cash flow models).
- Модели за оценка на цяло предприятие, базирани на дисконтирани парични потоци.
- Модели за оценка на реалните опции базирани на дисконтирани парични потоци.

Модели за директна оценка на собствения капитал, базирани на дисконтирани парични потоци (discounted cash flow models).

Методите за оценка, причисляващи се към този модел са: метод на дисконтираните дивиденди (DDM) и метод за оценка на собствения капитал въз основа на дисконтираните парични потоци,

И двата метода са насочени към изчисляване на стойността на собствения капитал чрез дисконтиране на нетните парични потоци за акционерите с определената норма на дисконт (възвръщаемост) от собствения капитал.

При тях стойността на компанията е равна на сбора от оценената стойност на собствения капитал и лихвоносният дълг, като първо се изчислява стойността на собствения капитал.

Разликата между двата метода е, че при метода на дисконтираните дивиденди (DDM) нетните парични потоци за акционерите са самите дивидентите, а при втория метод – свободните парични потоци за акционерите.

Модели за оценка на цяло предприятие, базирани на дисконтирани парични потоци.

Основните методи към тези модели са:

- ✓ метод на коригираната настояща стойност (APV);
- ✓ метод за оценка на цели предприятия въз основа на дисконтирани парични потоци;
- ✓ метод на икономическата печалба.

Общото между трите метода е, че определят стойността на компания чрез оценка на стойността на активите на самата компания. В основата на оценката стоят оперативните нетни парични потоци за инвеститорите (FCFI).

При тази група методи стойността на собствения капитал не се изчислява директно, а като разлика между изчислената стойност на активите и лихвоносния дълг на компанията (за разлика от първата група модели).

Модели за оценка на реалните опции базирани на дисконтирани парични потоци.

Методите причисляващи се към моделите за оценка на реалните опции базирани на дисконтирани парични потоци са насочени към вземане на решения относно прекратяване на определени производствени дейности, закриване на предприятия, разработване на нови ресурси, откриване на нови производства.

Този тип методи са относително нови и се разглеждат като модифицирани варианти на методите от предходните две групи модели. Те не са обект на настоящата разработка, тъй като са извън фокуса на обекта и предмета на изследване.

3.1.2 Подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи в публичния и неправителствен сектор.

За последните 30 години в държавния и т. нар. трети (неправителствен) сектор се разработват редица методи (или се модифицират съществуващите),

които оценяват и остойностяват резултатите от даден инвестиционен проект или програма в търсените 3 направления - финансов, социален и екологичен, като се създават и такива, които успяват да се наложат като методи за цялостна оценка на общата, смесена стойност (не само ограничена оценка на въздействието на ефектите) на инвестиционен проект в реални активи. Новосъздадените методи подпомагат предприятията да направят „невидимите“ резултати от екологичния и социален краен резултат по-осезаеми, за да могат да се вземат инвестиционни решения, съобразени с екологичната и социалната действителност и да бъдат представени пред акционерите всички аспекти от стойността, които създават инвестиционните проекти. Те са разработени от компании създадени с цел печалба, държавни институции или неправителствени организации с нестопанска цел и се използват във всички сектори – частен, държавен, неправителствен. Най-значимия пример за разработен нов метод, който първоначално е изготвен за организации с нестопанска цел и понастоящем се използва все повече от търговските дружества е SROI – Метод на социалната норма на възвръщаемост (Social return on Investment).

Характерно за разглежданите методите за оценки, използвани от държавния и неправителствения сектор е, че те все още не могат да избягат от тесните граници на оценката на въздействието. В основната си част те са описателни, използват се за проследяване, разказване на „инвестиционната историята“, но не и стриктно да следват корпоративната практика на търговските компании.

Това тяхно ограничение предопределя, че голяма част от тях всъщност са методи за оценка на самото въздействие и не дават ясен отговор дали да се реализира дадено инвестиционно предложение в реални активи.

В изложението на дисертацията са представени детайлно индивидуални характеристики и особености на методите за оценка на инвестиции в реални активи, характерни за публичния и неправителствения сектор.

3.1.3. Избор на метод за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи троен краен резултат на базата на избрани критерии

Въз основа на определените критерии, авторът приема класификацията на Maas и Liket (2011) относно характеристиките на всеки един метод според определените критерии, като се допълват 20 методи, които не са обхванати от тяхното изследване, но са от съществено значение за настоящата теза.

Таблица 1. Обобщение на методите за оценка

Критерии	Типове (групи) методи	1. Акумен система за оценка (Acumen Scorecard)										
		2. Компас на Аткинсън на оценка за инвеститори (Atkinson Compass)	3. Балансирана карта за оценка (Balanced Scorecard / BSC)	4. Най-добра благотворителна опция (Best Available Charitable Option)	5. BoP Рамка за оценка на въздействието (BoP Impact)	6. Система на Филантропски центъра за въздействието – разход на въздействие (Center for High)	7. Метод за оценка на представянето (Charity Assessment Method of)	8. Метод на инвестиционната балонна графика (Foundation)	9. Очакваната норма на възвръщаемост на фондацията (Foundation Expected Return)	10. Местен икономически мултипликатор (Local Economic		
Цел	Скрининг							√			√	
	Мониторинг							√			-	
	Отчетност							√			-	
	Оценка							√			-	
Времева рамка	Предварителни							√			√	
	Текущи							√			-	
	Ретроспективни							-			-	
Хоризонт на времевата рамка	Краткосрочни							√			√	
	Дългосрочни							√			-	
Обхват	Микро (индивиди)							√			√	
	Мезо (бизнес)							-			-	
	Макро (общество)							√			√	
Подход	Процесни							√			√	
	Въздействие							-			-	
	Монетизиращи							-			-	

продължение

Критерии	Типове (групи) методи	11. Рамка за измерване на въздействието (Measuring Impact)	12. Одит на целите на хилядолетното (Millennium Development Goal scan)	13. Набор от методи за измерване на въздействието (Measuring Impacts)	14. Текуща оценка на социалните въздействия (Ongoing Assessment of)	15. Метод за оценка на активното въздействие (Participatory Impact)	16. Метод за оценка на въздействието на бедността (Poverty Social Impact Assessment (PSIA))	17. Система за оценка на публичната стойност (Public Value Scorecard)	18. Коэффициент „Полюи/Разходи“ на фондация „Robin Hood“ (Robin Hood Foundation Benefit-Cost Ratio)	19. Анализ на социалната съвместимост (Social Compatibility)
Цел	Скрининг						√			√
	Мониторинг						-			-
	Отчетност						√			√
Времева рамка	Оценка						√			√
	Предварителни						-			√
	Текущи						-			√
Хоризонт на времевата рамка	Ретроспективни						√			√
	Краткосрочни						√			√
Обхват	Дългосрочни						√			√
	Микро (индивиди)						√			-
	Мезо (бизнес)						-			-
Подход	Макро (общество)						√			√
	Процесни						√			√
	Въздействие						√			√
	Монетизиращи						-			√

продължение

Критерии	Типове (групи) методи	20. Социален анализ „Разходи/Ползи“ (Social Costs-Benefit Analysis (SCBA))	21. Социален анализ на ефективността на разходите (Social Cost-Effectiveness Analysis (SCEA))	22. Социален оценител (Social Cost-benefit)	23. Метод на социалния отпечатък (Social Footprint)	24. Метод за оценка на социалното въздействие (Social Impact Assessment (SIA))	25. Метод за оценка на социалната възвръщаемост (Social return Assessment (SRA))	26. Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI))	27. Метод на социално-икономическа оценка (Socio-Economic Assessment Toolbox (SEAT))
Цел	Скрининг	√	-	-	√	√	√	√	-
	Мониторинг	-	-	√	√	√	√	√	√
	Отчетност	√	√	√	√	√	√	√	√
	Оценка	√	√	√	√	√	√	√	√
Времева рамка	Предварителни	√	-	-	√	√	√	-	-
	Текущи	√	-	√	√	√	√	√	√
	Ретроспективни	√	√	√	√	√	√	√	√
Ориентация	Входящи параметри	√	√	√	-	√	√	√	√
	Изходящи параметри	-	-	-	√	-	-	-	-
Хоризонт на времева та рамка	Краткосрочни	√	√	√	√	√	√	√	√
	Дългосрочни	√	√	-	√	-	-	√; - *	-
Обхват	Микро (индивиди)	-	-	√	√	-	√	√	-
	Мезо (бизнес)	-	-	-	√	-	√	-	√
	Макро (общество)	√	√	0	√	√	√	0	√
Подход	Процесни	√	√	√	√	√	√	√	√
	Въздействие	√	-	0	-	√	-	0	-
	Монетизирани	√	√	√	-	-	√	√	-

*SROI на REDF използва перпетуитетен период (вечност), а nef - 5 годишен период.

продължение

Критерии	Типове (групи) методи	28. Метод на добавената стойност на заинтересованите страни (Stakeholder Value Added (SVA))	29. Инструментарий за анализ на устойчиви предприятия в развиващите се страни (Toolbox for Analysing Sustainable Ventures in Developing Countries)	30. Монитор Wellventure (Wellventure Monitor)	84. SROI на Шампиони на общността (Community champions WCC SROI)	92. SOCIAL capital partners социално адаптиран лихвен процент (Social capital partners socially adjusted interest rate)	93. Устойчив ЖИВОТ (sustainable livelihoods)	94. Стандарти за отчитане на въздействието и инвестиции (Impact reporting and investment standards (IRIS))	95. Социално въздействие за местните икономики (Social Impact for Local Economies (SIMPLEs))
Цел	Скрининг	-	√	-	-	-	√	-	-
	Мониторинг	-	√	-	√	√	√	-	-
	Отчетност	-	√	√	√	√	√	√	√
	Оценка	√	√	√	√	√	-	-	-
Времева рамка	Предварителни	-	√	-	-	-	√	-	-
	Текущи	-	-	-	√	√	√	-	-
	Ретроспективни	√	√	√	√	√	-	√	√
Хоризонт на времевата рамка	Краткосрочни	-	√	-	√	√	√	√	√
	Дългосрочни	-	√	√	-	√	√	-	-
Обхват	Микро (индивиди)	-	√	√	√	√	-	-	-
	Мезо (бизнес)	√	√	√	-	-	-	-	√
	Макро (общество)	-	√	√	0	-	√	√	√
Подход	Процесни	√	√	√	√	√	√	√	√
	Въздействие	-	-	-	0	-	-	-	√
	Монетизирани	√	0	-	√	√	-	-	-

продължение

Критери и	Типове (групи) методи	113. Инструмент за анализ на благотворителността (Charity analysis tool (CHAT))	114. Подходът на DALBERG (Dalberg approach)	115. Система за проследяване на резултатите на развитие (Development outcome tracking system (DOTS))	116. Екологичен отпечатък (Ecological footprint)	117. Система за отчитане на екологичната ефективност (Environmental performance reporting system (EPRS))	118. Сертификация за честна търговия (Fair trade certification)	119. НРП въздействие на човека + рамка за печалбата (human impact + profit framework НРP framework)	120. Лидерство в сертифицицията за енергетика и проектиране на околната среда (Leadership in energy and environmental design certification (LEED))	121. Система за управление на портфолио данни (Portfolio data management SYSTEM)
Цел	Скрининг	√	√	√	-	√	√	√	√	√
	Мониторинг	√	√	√	-	√	√	√	√	√
	Отчетност	√	√	√	-	√	√	√	√	√
	Оценка	√	√	√	√	√	-	√	-	√
Времева рамка	Предварителни	√	√	-	-	√	-	√	√	√
	Текущи	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Ретроспективни	√	√	√	-	√	√	√	-	-
Хоризонт на времевата рамка	Краткосрочни	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Дългосрочни	-	-	√	√	√	-	-	√	√
Обхват	Микро (индивиди)	√	-	-	√	-	-	-	-	-
	Мезо (бизнес)	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Макро (общество)	√	-	√	√	-	-	-	-	-
Подход	Процесни	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Въздействие	√	0	√	√	-	-	√	-	-
	Монетизирани	-	√	√	-	√	-	√	-	√

продължение

Критерии	Типове (групи) методи	122. Напредък на индекса на бедността (Progress out of poverty index (POPI))	123. Политическа възвръщаемост на инвестиции (Political return on investment (PROI))	124. Истински показатели на успеха в заетостта (RISE) и постоянна оценка на социалните въздействия (Real indicators of success in employment (rise) and ongoing assessment of social	125. Социален рейтинг (SOCIAL RATING)	126. Метрики за социална стойност (Social value metrics)	127. Моделът на TRUCOST
Цел	Скрининг	-	√	-	√	√	√
	Мониторинг	√	√	√	√	√	√
	Отчетност	√	√	√	√	√	√
	Оценка	√	√	√	√	√	√
Времева рамка	Предварителни	√	√	-	-	√	√
	Текущи	√	√	√	√	√	√
	Ретроспективни	√	√	√	-	√	√
Хоризонт на времевата рамка	Краткосрочни	√	√	√	√	√	√
	Дългосрочни	√	-	-	-	-	√
Обхват	Микро (индивиди)	√	-	√	-	-	-
	Мезо (бизнес)	-	√	√	√	√	√
	Макро (общество)	√	√	-	√	√	-
Подход	Процесни	√	√	√	√	√	√
	Въздействие	-	-	√	-	-	-
	Монетизирани	√	√	-	-	√	√

* Източник: Собствено проучване и Maas K., Liket K., 2011, Social Impact Measurement: classification of methods, working paper.

*легенда: √ - да, 0 - частично, - не

Избор на методи за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи троен краен резултат

Пред съвременния оценител на инвестиционни проекти в/от социални предприятия стои сериозен избор – (1) да използва традиционните методи за оценка, които се основават единствено на финансовата стойност и игнорират

другите два компонента или (2) да използва нови методи, които оценяват и остойностяват екологичния и социален ефект и ги комбинира с традиционните такива, като дефинират дихотомно и независимо едно от друго финансова, екологична и социална стойност и получения резултат за общата (смесена) стойност да е механичен сбор от трите компонента, изчислени с различни методи или (3) да обособи тези методи от теорията и практиката, които до голяма степен в рамките на своята същност разглеждат стойността от инвестиционен проект като цяло (в три компонента), могат да трансформират финансовите, екологичните и социалните ефекти (impact) в парична единица и да оценят инвестицията. Последната група акумулира в себе си такива методи, които систематично преплитат и комбинират дейности по монетизиране и оценяване стойността на въздействието на социалните и екологичните ефекти (impact measurement and performance methods-методи за оценка на ефектите и представянето, характерни за неправителствения и публичен сектор) и методи за финансово оценяване на инвестицията (традиционни методи като NPV, IRR и др.).

Застъпва се становището, че монетизирането на трикомпонентната стойност е тази универсална техника, която може да бъде отправна точка за оценката на инвестиции в реални активи, търсещи смесена стойност за инвеститорите. Без паричен измерител на стойността, създавана от социалните предприятия, е изключително трудно да се установи метод, който да бъде приет от специалистите в корпоративния и неправителствения сектор едновременно. Това се налага поради отчетливото търсене на „числова“ идентичност на стойността от финансиращите институции (от всички сектори).

Въз основа на анализа на методите за оценка в неправителствения сектор, 22 от тях търсят и използват в своята методология монетизиране на стойността (и/или въздействието). След тях наличната литература и практика извеждат един метод, който намира широка популярност сред оценителите и специалистите, отговоря на съвременните изисквания за оценка на общата (смесена) стойност, има практическо приложение и намира приложимост в корпоративната среда, Този метод е - Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI)).

Въпреки, че създателите на модела от REDF спират неговото използване, то SROI се налага като водещия метод що се отнася до оценка на инвестиции с троен краен резултат.

Авторът счита, че методът се е утвърдил поради използването на методология и процес на оценка, който е много близък до корпоративния

сектор, но в същото време обхваща в достатъчна степен и изискванията за оценяване на екологичните и социални въздействия.

SROI отговаря на няколко ключови критерия - да оценяват стойността на социалните и екологични ефекти (техники от методите в публичния сектор), да се уповават на подхода за остойностяване (монетизиране) на въздействията и да включват в своята методика финансова оценка на общата стойност на инвестиция в реални активи (техники от традиционните финансови методи за оценка).

Възприемането на метода от специалисти от трите сектора, налага SROI да бъде детайлно анализиран и да се дефинират неговите предимства пред останалите методи, както и недостатъците му, за да се определи дали SROI е инструментът, който надгражда съвременната парадигма за оценяване и обективно се налага като водещ метод при оценка на инвестиции от и в социални предприятия, създаващи троен краен резултат.

3.2. Определяне на нормата на дисконтиране на инвестиции с троен краен резултат в реални активи

Компаниите, чиито инвестиционни проекти създават троен краен резултат възплъщават в себе си структура, процеси, компетенции от корпоративния и публичния (и неправителствен) сектор. Това предопределя необходимостта да се изследва литературата касаеща използваните норми за дисконтиране за всеки един от секторите и да се анализират подходите и методите за изчисляването им. В допълнение ще се разгледат аргументите на учените в областта на социалното предприемачество за тази цена на капитала (и съответните подходи и методи), която отразява в най-голяма степен особеностите на инвестирането в смесена стойност.

В случая на дружествата, създаващи троен краен резултат, то тя има още по-съществена роля и изискванията към правилното ѝ дефиниране са значителни, поради спецификата на необходимостта от дисконтиране на парични потоци и ефекти, генерирани от трите компонента на проекта - икономически, екологичен и социален.

Като цяло, търговските компании имат възможност за изчисляване на относително точна цена на капитала въз основа на текущи пазарни данни, историческа възвращаемост от проекти на компанията или такава на аналогични проекти на други дружества. Неправителственият сектор обаче не разполага със сравними пазарни анализи, които да се използват при изчисляването на подходящ дисконтов процент за екологичната и социалната възвръщаемост от проекта, както и значим практически опит при определяне на цената на капитала на организацията.

Особеността на дружествата търсещи допълнителен ефект от своите инвестиции в реални активи, рефлектира и в нормата на дисконтиране, която трябва да отразява икономическата част от проекта и екологичната/социална такава. Налице са трудности пред оценителите свързани с практическите аспекти на прилаганите дисконтови проценти.

Преглед и оценка на подходи и методи за изчисляване на изискуемата норма на възвръщаемост в корпоративния сектор.

Имайки предвид, че изискваната норма на възвръщаемост от инвестицията отразява алтернативната цена на инвестираните фондове в двата аспекта (цена на необходимите финансови ресурси за реализацията и възвръщаемостта при алтернативни инвестиции), то в литературата се открояват два основни подхода за определяне на дисконтовия лихвен процент за корпоративния сектор: среднопретеглена цена на капитала (цена на финансовите ресурси) и „адаптирана спрямо риска“ норма на възвръщаемост (Ненков, 2008).

3.2.1. Преглед и оценка на подходи и методи за изчисляване на изискуемата норма на възвръщаемост в държавния и неправителствен сектор

Сред българските изследователи Брусарски (2003, 2007) разработва най-обстойно проблематиката на публичните финанси и посочва 4-те основни метода за изчисляване на социалния дисконтов процент:

- социалната норма на времеви предпочитания (Social rate of time preference, SRTP), която в литературата още се нарича и „потребителска норма на лихвата“. Това е нормата, при която обществото е готово да се откаже от една единица настоящо потребление в замяна на определено по-високо потребление в бъдещето;
- социалната алтернативна цена на капитала (позната още и като “социална норма на възвръщаемост от инвестициите”, SOC) – това е пределната норма на възвръщаемост от инвестициите в частния сектор;
 - средна претеглена величина на двете дисконтови норми;
 - метода на капиталовата цена в сянка.

3.2.3. Използвани емпирични норми на дисконтиране в държавния и неправителствен сектор.

България като член на Европейския съюз спазва препоръките на Европейската комисия за използваните дисконтови норми за публичния сектор. В допълнение през ноември 2017 г. Народното събрание на Република България приема изцяло нов Закон за концесиите, който влиза в сила от

01.01.2018 г. и транспонира в българското законодателство Директива 2014/23/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 26 февруари 2014 година за възлагане на договори за концесия. С новия Закон за концесии се отменят действащия дотогава Закон за концесиите и Закона за публично-частното партньорство. Със Закона за концесиите се урежда публично-частното партньорство, при което икономически оператор изпълнява строителство или предоставя услуги по възлагане от публичен орган чрез концесия за строителство или концесия за услуги.

В Наредбата за изискванията за определяне на финансово-икономическите елементи на концесията, приета с ПМС № 83 от 22.05.2018 г., обн., ДВ, бр. 44 от 29.05.2018 г., в сила от 29.05.2018 г. се дефинират и изискванията за нормите на дисконтиране:

✓ Чл. 28., ал.1, т. 3: финансовата норма на дисконтиране е 4 на сто в реално изражение, освен когато е обоснован друг размер;

✓ Чл. 28., ал.1, т. 4: социално-икономическата норма на дисконтиране е 5 на сто в реално изражение, освен когато е обоснован друг размер.

Таблица 2. Обобщение на използваните социални дисконтови норми в няколко водещи държави

Държава	Социален дисконтов процент (реален)
Европейски съюз	5% за държавите от Кохезионния фонд и 3% за останалите държави-членки
България	5%
Франция	4% за проекти до 30 г. и 2% след този период
Германия	3%
Италия	5%
Португалия	4%
Словакия	5%
Испания	6% за транспорт; 4% за вода
Швеция	3.5%
Норвегия	4% (формиран от 2% безрискова норма и добавена рискова премия от 2%) за проекти до 40 години и намаляваща на 3% за период 40 г. – 75 г. и 2% след това
Малта	5.5%
Ирландия	5%
Нидерландия	4%
Хърватска	5.5% за публично-частно партньорство
Великобритания	3.5% за проекти до 30 години, 3% от 31 г. до 75 г., 2.5% от 76 г. до 125 г.
САЩ (Агенция за защита на околната среда)	3%
САЩ (Бюро по управление и бюджет)	7%
Австралия	8%
Канада	8%

Индия	12%
Пакистан	12%
Филипините	15%
Нова Зеландия	10%
Япония	4%
Китай	8%

Източник: Собствено проучване, EU commission (2014), Florio и Sirtori (2013).

3.2.4. Отчитане на риска при определяне на нормата за дисконтиране в държавния (неправителствен) сектор и при инвестиции, създаващи троен краен резултат.

Научната литература посветена на отчитане на риска в инвестиции реализирани от социални предприятия е относително ограничена. Главната причина се състои в липсата на пазарен бенчмарк, спрямо който да се сравнява различните рискови профили на социалните инвестиции и възможността да се извеждат изводи. Основните автори по темата са свързани с дейността на фондация REDF (вече упомената в изложението), която е пионер в социалното инвестиране. За целите на настоящата теза, авторът се опира на труда на Emerson et al. (2000), в който са застъпени алтернативни методи за инкорпориране на рисковата премия в социалната цена на капитала.

3.3. Анализ на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи смесена стойност (троен краен резултат) и метода Социална норма на възвръщаемост (SROI) – анкетно проучване

Анализът на резултатите от анкетното проучване е представен за всеки въпрос по отделно под формата на графики със съпътстваща трактовка и изводи от автора.

Изчисленията са направени въз основа единствено на получените отговори. Отговори тип „без отговор“ не се включват в масива от данни.

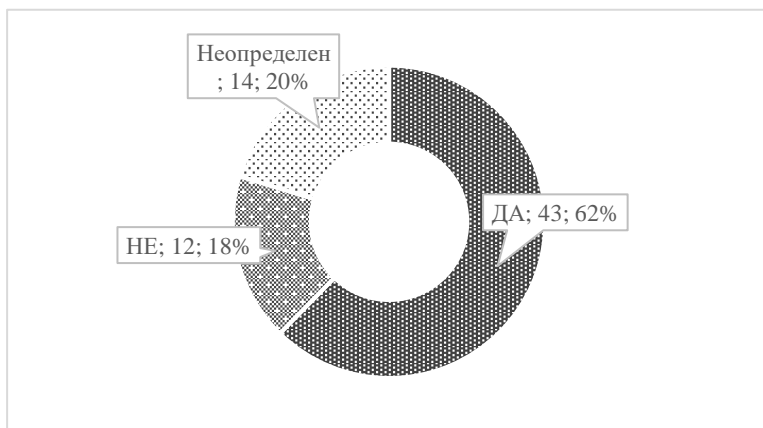
Последните два въпроса от анкетата по същество тестват тезата на автора. Целта на Въпрос №16, дали респондентите познават/са запознати/ползват/чували ли са за някои от изброените методи е да установи доколко методите изведени в изложението като потенциално приложими при оценка на инвестиции в реални активи, създаващи троен краен резултат са познати сред научите среди и корпоративните специалисти (**Error! Reference source not found.**). Отговорите тук насочват към тези методи, които са най-използвани и дори най-популярни в научен и практически контекст.

Последният въпрос (№17) от анкетата (Кой/кои от горните методи смятате за подходящи за оценка на социални предприятия/инвестиционни проекти, реализирани от социални предприятия (други методи?) търси директно

доказателство на тезата на автора като се използва помощен списък с методи за оценка и се дава възможност за посочване на друг метод.

Разпределението на отговорите на въпроса, дали респондентите считат, че методите за оценка на стойността на предприятие създаващо троен краен резултат или „социално предприятие“ са или трябва да бъдат различни от тези при оценка на традиционно дружество показват, че 62% от анкетираните декларираат, че методите за оценка на стойността на предприятие създаващо троен краен резултат или „социално предприятие“ са или трябва да бъдат различни от тези при оценка на традиционно дружество.

Фигура 1. Разпределение на резултатите за нуждата от различие на методите за оценка на стойността на предприятие създаващо троен краен резултат или „социално предприятие“ тези при оценка на традиционно дружество



Източник: собствено проучване

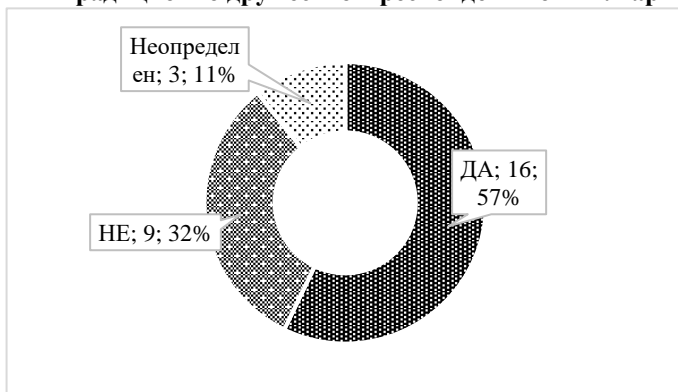
Отново се наблюдава известна категоричност в отговора на въпроса, което показва осъзнаване на спецификата на стойността, която създават социалните предприятия. Респондентите споделят, че методите трябва да са различни, което предполага разграничаване на инструментариума при оценяване на традиционните компании и такива с троен краен резултат.

Прави впечатление големия брой неопределени отговори. Детайлният анализ показва, че 20% от респондентите не са били в състояние да дефинират категоричен отговор като са дали аргументи за обстоятелства, при които методите следва да са различни или са предположили, че е възможно комбиниран подход – с традиционни и други екологично-социални методи за оценка.

Сред българските респонденти повече от половината (54%) споделят положително мнение за разграничаване на методите за оценка на стойността на социалните предприятия от традиционните такива (Фигура 2).

Големият брой отговори „ДА“ говори за увереност, че стойността на социалното предприятие е обект на различен подход при оценка.

Фигура 2. Разпределение на резултатите за нуждата от различие на методите за оценка на стойността на предприятия създаващо троен краен резултат или „социално предприятие“ тези при оценка на традиционно дружество – респонденти от България



Източник: собствено проучване

Последният въпрос от анкетата (Кой/кои от горните методи смятате за подходящи за оценка на социални предприятия/инвестиционни проекти, реализирани от социални предприятия (други методи?) търси директно доказателство на тезата на автора като се използва помощен списък с методи за оценка (вече анализирани в изложението) и се дава възможност за посочване на друг метод.

Анкетираните посочват 9 метода (формиращи 50% от отговорите) подходящи за оценка на стойността на социални предприятия/инвестиционни проекти, реализирани от социални предприятия (Фигура 3).

- ✓ Метод на вътрешната норма на възвръщаемост (17 отговора);
- ✓ Метод на нетната настояща стойност (16);
- ✓ Методи базирани на генерирания доход (дисконтираните парични потоци) (16)
- ✓ Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI) (15);

- ✓ Анализ „Разходи-Ползи“/Социален анализ „Разходи-Ползи“ (Costs-Benefit Analysis (CBA)/Social Costs-Benefit Analysis (SCBA) (14);
- ✓ Методи базирани на чистата стойност на активите (14);
- ✓ Метод на индекса на рентабилност (13);
- ✓ Анюитетен метод (12);
- ✓ Методи базирани на пазарите сравнения (аналозите на съотношението цена/печалба) (12);

Наблюдава се значим парадокс относно методите за оценка на инвестиции в реални активи с троен краен резултат, които посочват респондентите.

На вторият въпрос, 62% от анкетираните посочват, че методите за оценка на стойността на предприятие създаващо троен краен резултат или „социално предприятие“ **трябва** да бъдат различни от тези при оценка за традиционно дружество. В същото време 7 от методите, които се препоръчват са характерни и утвърдени за оценка на инвестиции в традиционна (търговска) компания и 1 (анализ „разходи-ползи“) за инвестиции на институции от публичния сектор.

В тази група от методи се „вклинява“ метода социална норма на възвръщаемост (SROI), който е 4-ти най-препоръчан метод за оценка и е предназначен за оценка на проекти със смесена стойност.

За да се намери отговор на „парадокса“ се проведеха допълнителни разговори с част от българските анкетираните, на които бяха представени тези резултати.

В дискусиите се потвърди виждането, че методите за оценка на инвестиции в реални активи на социални предприятия трябва да са различни или поне да са такива, които да отчетат и екологичната и социална стойност, която се създава (заедно с икономическата). Същевременно се отчете, че анкетираните нямат задълбочени практически познания по методите, извън тези характерни за оценка в корпоративния и публичен сектор (анализа разходи-ползи конкретно). Затова когато са препоръчвани методи са посочени тези, които са били най-познати на респондентите в сферата на оценяването. Социалната норма на възвръщаемост от своя страна е обект по-скоро на теоретично познание.

По-задълбочен анализ на отговорите показва, че социалната норма на възвръщаемост (SROI) е препоръчан най-вече от изследователи, научни работници и преподаватели (9 от 15-те отговора в полза на SROI са дадени от такъв тип специалисти). Обяснението на този факт се крие в подготовката и познанията, които имат научните работници за този метод, който е обект на дискусии и в редица научни конференции и семинари.

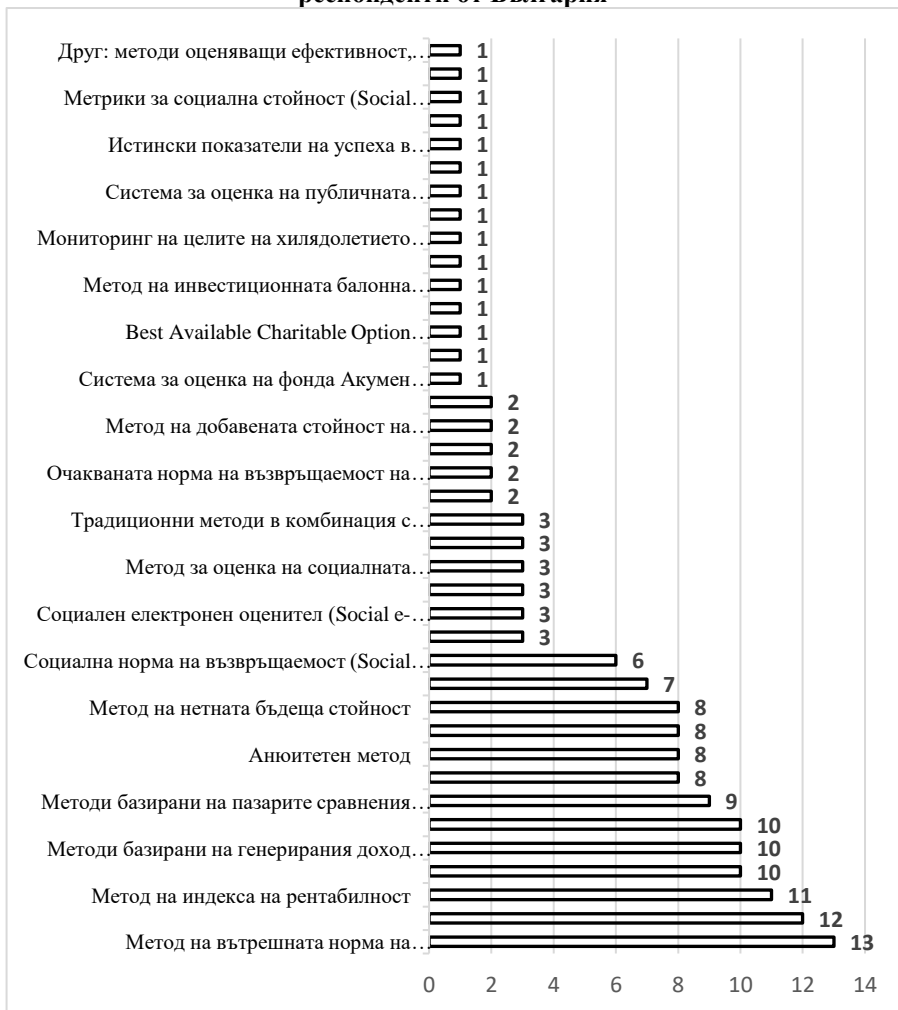
Фигура 3. Разпределение на отговорите за препоръчаните от респондентите методи за оценка на инвестиции с троен краен резултат



Източник: собствено проучване

Сред българските респонденти се наблюдава известна вариация в методите, които се препоръчват за оценка на инвестиции със смесена стойност (Фигура 4).

Фигура 4. Разпределение на отговорите за препоръчаните от респондентите методи за оценка на инвестиции с троен краен резултат – респонденти от България



Източник: собствено проучване

Методите, които получават малко над 50% одобрение в България са:

- ✓ Метод на вътрешната норма на възвръщаемост (13 отговора);

- ✓ Метод на нетната настояща стойност (12);
- ✓ Метод на индекса на рентабилност (11);
- ✓ Анализ „Разходи/Ползи“/Социален анализ „Разходи/Ползи“ (10);
- ✓ Методи базирани на генерирания доход, дисконтираните парични потоци (10);
- ✓ Методи базирани на чистата стойност на активите (10);
- ✓ Методи базирани на пазарните сравнения, анализите на съотношението цена/печалба (9);
- ✓ Метод на коефициента „приходи-разходи“ (8).

Посочените отговори потвърждават „парадокса“, че въпреки, че 57% от българските анкетирани считат, че методите за оценка на проекти на социални предприятия трябва да са различни от традиционните, то всички 8 метода са такива.

Особеност, е че SROI също се препоръчва от българските специалисти - 6 отговора.

ЧЕТВЪРТА ГЛАВА. МОДИФИЦИРАН МОДЕЛ ЗА ОЦЕНКА НА ИНВЕСТИЦИОННИ ПРОЕКТИ С ТРОЕН КРАЕН РЕЗУЛТАТ ЗА ИНДИРЕКТНО ПРИДОБИВАНЕ НА АКТИВИ

В четвърта глава се извеждат характеристиките и особеностите на метода Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI) и се представя предложението от автора модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие) въз основа на дисконтирани парични потоци с неговото практическо приложение.

4.1. Характеристики и особености на метода Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI)

Детайлният анализ на методите за оценка на инвестиции в реални активи с троен краен резултат изведе социалната норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI) като метод имащ практическо приложение във всички сектори на икономиката. Неговата методология и процес на оценка обаче не са еднозначни и различните организации прилагат няколко подхода към SROI, които са обект на текущ анализ в разработката.

Методът е разработен от REDF (старо наименование The Roberts Enterprise Development Fund) през 1996 г. - организация с нестопанска цел, която отпуска безвъзмездни средства на портфейл от агенции с нестопанска цел. REDF разработва SROI, за да определи паричната стойност на предприятията в портфолиото си.

Методът съчетава методология от анализа „разходи-ползи“ - метода, който икономистите използват за оценка на нестопанските проекти и програми, както и методология от методите за оценка използвани в частния сектор (Clark et al., 2004). На практика SROI е по-достъпен метод за широк кръг потребители и заинтересовани страни.

SROI се базира на подхода на дисконтираните парични потоци, който се използва широко в корпоративния сектор за оценка на инвестиции за индиректно придобиване на активи, за оценка на собствен капитал и стойността на предприятието като цяло.

Някои експерти застъпват и тезата, че SROI е различен от анализа „разходи-ползи“, докато други го смятат за широк термин, използван за обхващане на различни методологии, включително от анализа „разходи-ползи“ (Scott, 2009).

При SROI икономистите на разходи се разглеждат като намалени публични разходи в парично изражение и в увеличени приходи за публичния сектор под формата на допълнителни данъци. SROI по същество си е метод, който оценява общата стойност на фирмата за единица инвестиция или цена на проект.

Практическото приложение на SROI е оценяването на текущата и ретроспективна социална, екологична, икономическа и смесена стойност, създадени за обществото в сравнение с общите инвестиции за всяко от социалните предприятия в портфолиото на REDF.

От 2000 г. REDF не публикува допълнителни доклади за SROI. Като алтернатива, те се фокусират върху измерването и отчитането на социалните резултати на предприятията по отношение на социалното въздействие върху живота на индивида, без да се монетизират резултатите или да се сравняват със свързаните с тях разходи (Childress et al., 2010).

След като REDF в известна степен спират на развиват SROI, то две сравнително нови организации - SROI UK и Европейската SROI мрежа (ESROIN), продължават да усъвършенстват методологията на SROI и да се застъпва за нейното използване.

Достоверността на метода е по-висока от повечето други методи, използвани понастоящем в областта на екологично и социално оценяване, тъй като се основава на реални данни за резултатите и стойността на предприятието. Той обаче е с по-ниски изисквания спрямо строгите икономически анализи за оценка.

Изследователите определят оценяването и комуникация на SROI като ключови предимства тъй като „хората искат да правят по-стратегически

инвестиции и по-добри вътрешни управленски решения“ (Scholten et al., 2006). SROI стимулира инвестиции, които не само увеличават тройния краен резултат за инвеститора, но също така поддържат или увеличават здравето и благополучието, свързани с околната среда, общността и личността.

Концепциите за екологичната и социална възвращаемост на инвестициите, подобно на концепциите в корпоративния сектор, сравняват определен размер средствата в парично отношение, вложени в даден проект спрямо ползите и положителните парични потоци, който се генерират от тази инвестиция. В SROI „S“ обозначава наличието на социална мисия; „ROI“ обозначава използването на методология от частния сектор.

Съвременния SROI се отклонява и от традиционните концепции за финансова възвращаемост като разширява обхвата на заинтересованите страни, търсейки отговор „за кого“ възниква възвръщаемост и „какво“ може да приемем за възвръщаемост от дейността (Gair, 2002).

Cynthia Gair споделя, че при създаването на метода, от REDF се опитват да определят количествено „възвращаемостта“, която се натрупва в цялата общност, а не само тази за определен набор от инвеститори.

Определения за SROI:

От изложението до момента се вижда, че SROI е многокомпонентен метод обхващащ елементи от методите за оценка на инвестиции от частния, държавния и неправителствения сектор. Тази му широкообхватност предполага и да няма единно определение за него. Най-популярните определения за SROI са на New Economics Foundation (nef), SROI Network (Social Value UK), London Business School и са обобщени от Wood и Leighton (2010).

New Economics Foundation (nef):

SROI е аналитичен инструмент за измерване и отчитане на много широка концепция за стойност. Тя включва социални, екологични и икономически разходи и ползи при взимането на решения, предоставяйки по-пълна представа за това стойност се създава или унищожени. SROI може да определи паричния размер на социалната и екологичната стойност, която се създава.

SROI Network (Social Value UK):

SROI е подход за разбиране и управление на въздействието на проект, организация или политика. Той се основава на заинтересованите страни и дава финансова стойност на важните въздействия, установени от заинтересованите страни, които нямат пазарни стойности. Целта е да се включат стойностите за хората, които често са изключени от пазарите при същите пазарни условия,

изразени с паричен измерител, за да се даде на хората глас в решенията за разпределяне на ресурсите.

London Business School:

SROI показва стойността на социалното и екологичното въздействие, която се създава от финансова гледна точка. Това дава възможност да се претегли социалната полза срещу разходите за инвестиции. SROI също предлага рамка за изследвайки как се случва промяната в резултат на интервенция, показвайки начини, по които това може да бъде подобро. Чрез SROI научаваме как стойността се създава от дадена организация.

Недостатъци на метода Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI))

Основните недостатъци на SROI са:

✓ Настоящите подходи към SROI продължават да зависят от хората и експертния опит; липсва систематизация и връзки към установени информационни системи, които могат да осигурят основни нива на възпроизводими данни, цялост на данните и съпоставимост (Gair, 2009).

✓ Качество на данните - това е ключов елемент в анализа на SROI. Въпреки различните подходи към SROI, има съгласие, че достъпът до качествени данни е от съществено значение за надеждния SROI анализ.

От An APHSA Innovation Center (2013) посочват още няколко недостатъка на SROI, като авторът ги доразвива:

✓ Надеждност и валидност - анализът на SROI трябва да се разглежда като надежден и валиден метод или изводите генерирани от него могат да бъдат отхвърлени от ключовите заинтересовани страни.

✗ Наличие на потенциални рискове при използването на анализа SROI за оценка на въздействието - литературата посветена на SROI предупреждава за преекспониране на резултатите от оценката, т.е. декларира се стойност, която не е създадена. Така се рискува SROI да бъде отхвърлен или третиран като невалиден.

✓ Времевия хоризонт на анализа на SROI може да повлияе върху резултатите – екологичните и социални въздействия имат дългосрочен хоризонт, което предопределя значително затруднения относно прогнозите след период от 5-7 години. Неправилната обосновка и заключения за дългосрочното влияние на въздействията може да доведе до големи отклонения в оценката.

✓ Методологични проблеми свързани с пристрастията и различните възприятия, присъщи на на заинтересованите страни, така че различните размери на социалната и екологичната стойност в рамките на тези изчисления

вероятно ще се получат от различни гледни точки на заинтересованите страни (Luke et al., 2013).

✓ Определяне на паричните стойности за нематериални ефекти - за почти всеки анализ се използват различни предположения, което води до различни резултати, които не могат да се сравняват директно. Предположенията за това кои ориентирите трябва да се използват влияят върху резултата от анализа (Jönvik, Olsson, 2009).

✓ Не всички ползи могат да бъдат количествено измерими, което може да доведе до загуба на стойност поради липса на възможност за измерване.

✓ Значение на различната входяща информация (ресурси) за резултата - някои организации задават различни теглата за различни ефекти, за да се покаже кои са най-значимите ефекти. Предположенията за относителната значимост на различните ефекти оказват влияние върху резултата от анализ.

✓ Разходи, време и умения - за повечето организации времето е ограничен ресурс и те няма възможност да отделят месеци или седмици за изследване изчислените стойности от SROI. Цената на анализа би била твърде висока в сравнение с разходите за повечето методи за оценка на инвестиции.

✓ Липса на стандарти.

Различните организации използват различни вариации и формули за изчисляване на SROI. Така резултатите от SROI не може да се сравняват между проектите на организациите. Необходим е стандарт за изчисляване на SROI, който ще се улесни комуникация на резултатите.

Усилията за въвеждане на някаква стандартизация вече съществуват, но все още са в развиващия се етап (например базата данни WikiVOIS на "The SROI Network") (Rauscher et al., 2012).

✓ Методологията и основните принципи на SROI създават вътрешно противоречие в самия модел - в основата на SROI стои монетизирането на социалните и екологичните ползи и разходи и привеждането им към икономически единици.

Възниква въпрос дали монетизирането е винаги удачно. Как да се остойностят въздействията от бедността, насилието, сегрегацията? Опитът за остойностяване на такъв тип въздействия водят до съмнения в самите допускания – дали са правилно определени, дали изобщо е възможно да се заложат монетарни допускания. Това води до риск от загуба на достоверност в оценката.

✓ Легитимност на оценката.

В определени ситуации социалните предприятия използват SROI единствено, за да получат легитимност, тъй като резултатите от метода са

необходими за удовлетворяване на очакванията или изискванията за финансиращите институции, а действителността от техните действия да бъде „скрита“ за числата на метода.

✓ Проблеми при определяне на нормата на дисконтиране.

Съчетавайки процеси и дейности от трите сектора на икономиката, изборът на норма, с която да се дисконтират паричните потоци от инвестиции е ключов проблем, който няма единно решение.

Организации като nef и The SROI Network (Social Value UK) използват за база процента, посочен в The Green Book. REDF от своя страна се позовава на Модела на оценка на капиталови активи (CAPM), който е характерен за частния сектор. Чрез CAPM от REDF отчитат риска на всяка инвестиция и изчисляват претеглена спрямо риска норма.

4.2. Модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие) въз основа на дисконтирани парични потоци

За разлика от корпоративната сфера където подходите и методите за оценка имат дълги емпирични устои, то методите за оценка на екологичната и социалната стойност нямат единна методология, терминология и „лексикон“ за интерпретация на резултатите.

За максимално аргументиране на дисертационна теза, авторът счита, че е редно да представи и свой „прочит“ на инвестиционна оценителна рамка с предложен самостоятелен метод за оценка, която без да претендира да бъде всеобщо приета, поне да бъде обоснован научен опит за преодоляване на част от текущите проблеми при оценка на инвестиции с троен краен резултат.

Предложеният от автора модел за оценка е апробиран в голямо действащо предприятие от хартиената индустрия в България и за целите на дисертацията практическото му приложение се разглежда чрез примерен инвестиционен проект, който се основава на реално действащо социално предприятие, вписано в регистъра на социалните предприятия в България.

Целта на модела е да представи практическо ръководство за изчисляване на смесената икономическо-екологична-социална стойност на компания, заедно със създаваната КВАЗИ стойност, както и да бъде ръководство за оценка на проект с екологично и социално въздействие.

Моделът е напълно приложим за оценка и на **традиционна** компания и проект без екологични и социални парични потоци.

С какво се отличава настоящия модел от традиционните методи за оценка от корпоративния сектор, SROI метода и други методи за оценка на стойността

на социални предприятия, предприятия с троен краен резултат и проекти с екологично и социално въздействие и стойност:

✓ Основното и най-съществено различие е промяната в концепцията на разбиране на екологичните и социални парични потоци. В рамките на моделите се разглеждат като обособена част от общите **търговски** парични потоци, но същевременно **не** се отделят като независими от цялостния паричен поток на дружеството.

✓ Смесените (икономически, екологични и социални) парични потоци се формират съвместно и са неизменна част от общата търговска и икономическа дейност на дружеството. Затова се въвежда по точна терминология за екологичните и социални парични потоци.

✓ За да се покаже пряката връзка с дейността на дружеството се въвеждат термините „екологично-икономически парични потоци“ и „социално-икономически парични потоци“.

✓ Целта на включване на термина „икономически“ в едно със „социално“ и „екологично“ е да се даде ясен обхват на това какво е „екологичен“ и „социален“ паричен поток в рамките на дружеството - това са смесените **монетарни** парични потоци, които една компания генерира и които не биха се генерирали ако дружеството **не** е създадено с цел печалба и едновременно с идея за положително екологично и социално въздействие.

✓ Смесените (икономически, екологично-икономически и социално-икономически) парични потоци касаят само и единствено вътрешната среда на дружеството, т.е. **не** са свързани директно с външни заинтересовани страни.

✓ За влиянието, което оказва дружеството върху външната среда, имайки екологична и социална ангажираност, се въвежда термина „КВАЗИ екологични и социални парични потоци (КВАЗИ обществени ползи и разходи)“.

✓ Термина „КВАЗИ“ се използва като равнозначен на „почти“, „приблизително“, т.е. за допълнителните ефекти от екологичната и социална дейност на дружеството се обособяват „Приблизителни екологични и социални парични потоци (Приблизителни обществени ползи и разходи)“.

✓ „КВАЗИ екологични и социални парични потоци (КВАЗИ обществени ползи и разходи)“ показват създаваната от дружеството екологична и социална стойност за обществото (за външната среда, отвъд границите на дружеството).

✓ Разграничението на „Смесени икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци“ и на „КВАЗИ екологични и социални парични потоци (КВАЗИ обществени ползи и разходи)“ е ключов фактор са правилното разделяне на значимите преки парични потоци от

дейността (смесените) и страничните ползи, които дружеството създава за обществото.

✓ Това разграничение помага да се оцени правилно стойността на дружеството, която се разделя на три части: 1) Смесена икономическо-екологична-социална стойност; 2) КВАЗИ социална стойност и 3) КВАЗИ екологична стойност.

✓ Чрез ясното обособяване на „Смесени икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци“ и на „КВАЗИ екологични и социални парични потоци (КВАЗИ обществени ползи и разходи)“ се елиминира един от основните проблеми при оценка на социално предприятие от гледна точка на инвеститорите, които търсят финансова възвръщаемост.

Моделът улеснява търсещите финансова възвръщаемост инвеститори, тъй като дава ясна оценка на **смесената търговската** стойност на дружеството и отделно чрез КВАЗИ екологичната и КВАЗИ социалната стойност показва на финансовия инвеститор каква допълнителна стойност създава дружеството за външната среда.

Моделът улеснява и търсещите екологична и социална възвръщаемост инвеститори, тъй като дава оценка за стойността на дружеството посредством 7 дименсии:

- ✓ генерираните икономически парични потоци;
- ✓ генерираните екологично-икономически парични потоци;
- ✓ генерираните социално-икономически парични потоци;
- ✓ генерираната ДИРЕКТНА КВАЗИ социална полза за обществото (директна социална стойност за обществото);
- ✓ генерираната ИНДИРЕКТНА КВАЗИ социална полза за обществото (индиректна социална стойност за обществото);
- ✓ генерираната ДИРЕКТНА КВАЗИ екологична полза за обществото (директна екологична стойност за обществото);
- ✓ генерираната ИНДИРЕКТНА КВАЗИ екологична полза за обществото (индиректна екологична стойност за обществото).

Моделът улеснява оценяващия и инвеститорите като автоматично изчислява и „алтернативната“ стойност на компанията (и/или на проекта) в случай, че компанията няма „екологично-икономически“ и/или „социално-икономически“ парични потоци.

Основните въпроси, на които моделът търси отговор:

- ✓ БЕЗ генерирането на икономически парични потоци, самостоятелните екологично-икономически и социално-икономически парични потоци не биха предизвикали създаването на значима стойност на дружеството?;
- ✓ Същевременно БЕЗ генерирането на екологично-икономически и социално-икономически парични потоци, стойност на дружеството е по-малка и се генерира „чиста загуба“ за инвеститора?;
- ✓ Създаваната КВАЗИ екологична и КВАЗИ социална стойност, заедно със **смесената** икономическо-екологична-социална стойност, е индикатор за **ОБЩАТА** стойност, която дружеството създава за вътрешните и външните заинтересовани страни („ОБЩАТА обществена полза“)?.

Въвежда се термина „ОБЩА обществена полза“ - това е **монетарното** измерение на създаваната от дружество „Смесена икономическо-екологична-социална“ и „КВАЗИ“ стойност.

Разясненията на модела, терминологията и изводите са изцяло валидни и за оценка на рентабилността на инвестиционен проект с икономически, екологични и социални парични потоци за директно придобиване на активи (машини, съоръжения, сгради и т.н.).

Определяне на изискваната норма на възвръщаемост при инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на цяло действащо социално предприятие)

За да се преодолеят недостатъците в подхода на nef и The SROI NETWORK (Social Value UK), авторът въвежда термина „КВАЗИ екологични и социални парични потоци (КВАЗИ обществени ползи и разходи)“, които се разграничават от „смесените икономически, екологично-икономическите и социално-икономически парични потоци“.

КВАЗИ екологичните и социални парични потоци (ползи и разходи) показват допълнителните ползи, които дружеството създава за обществото и те се дисконтират със социална (екологична) дисконтова норма. Тези КВАЗИ потоци не биха съществували ако дружеството не извършва едновременно икономическа и екологична или социална дейност.

Това разграничение помага да се оцени правилно стойността на дружеството, която се разделя на три части: 1) Смесена икономическо-екологична-социална стойност 2) КВАЗИ социална стойност и 3) КВАЗИ екологична стойност.

Определяне на изискваната норма на възвръщаемост на смесените икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци

Имайки предвид, че изискваната норма на възвръщаемост от инвестицията отразява алтернативната цена на капитала при изчисляването на дисконтовия фактор на икономическите, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци се прилагат двата основни подхода от корпоративния сектор: адаптирана спрямо риска норма на възвръщаемост и среднопретеглена цена на капитала (WACC).

Теоретични рамки за определяне на изискваната норма на възвръщаемост на КВАЗИ екологичните и социални парични потоци

Въз основа на детайлния анализ на използваните емпирични норми на дисконтиране в държавния и неправителствен сектор авторът счита за подходящи използването на 7 дисконтови проценти, които отразяват най-добре допълнителните ползи за обществото (квази социални и екологични ползи и разходи) (Таблица 3).

Таблица 3. Изисквана норма на възвръщаемост на КВАЗИ екологичните и социални парични потоци

1	Нетна възвръщаемост на общински облигации САЩ (след данък)	5.00%
2	Определената с нормативен акт препоръчителна социално-икономическата норма на дисконтиране за страната	5.00%
3	Препоръчителната от Европейската комисия (ЕК) социално-икономическата норма на дисконтиране за страните от Кохезионния фонд	5.00%
4	Препоръчителната от Европейската комисия (ЕК) социално-икономическата норма на дисконтиране за останалите страни-членки (извън Кохезионния фонд)	3.00%
5	Препоръчителната от Европейската инвестиционна банка (ЕИБ) социално-икономическата норма на дисконтиране за страните от ЕС	3.50%
6	Препоръчителната от Европейската инвестиционна банка (ЕИБ) социално-икономическата норма на дисконтиране за страните извън ЕС	5.50%
7	Препоръчителната от The NM Treasury Green Book социално-икономическата норма на дисконтиране	3.50%

Всяка една от посочените норми за дисконтиране е подходяща за приравняване на стойността на квази екологичните и социални ползи и разходи към настоящия момент. В България в Наредбата за изискванията за определяне на финансово-икономическите елементи на концесията, приета с ПМС № 83 от 22.05.2018 г., обн., ДВ, бр. 44 от 29.05.2018 г., в сила от 29.05.2018 г. се дефинира социално-икономическа норма от 5%.

Спорен остава въпроса дали за квази екологичните ползи и разходи следва да се използва постоянен дисконтов фактор. В изложението стана ясно, че поради дългосрочния си период, екологичните парични потоци (ползи и разходи) е препоръчително да се дисконтират с намаляващи дисконтови проценти.

Авторът при определянето на квази екологичните ползи и разходи приема, че те „съществуват“ през целия период, в който „действа“ социалното предприятие, но предвид, че бизнес модела на социалните предприятия все още е твърде крехък и разчитащ на дарения и помощи, то към днешна дата да се счита, че едно социално предприятие може да създава квази ползи за период от над 30, 40, 50 години е нереалистично. Поради това се застъпва визията за използване на постоянна норма на дисконтиране, а не намаляваща такава.

Практическо определяне на изискваната норма на възвръщаемост при инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на цяло действащо социално предприятие

След теоретичните постановки за изчисляване на нормите на дисконтиране на инвестиции в реални активи с троен краен резултат, следва да приложат на практика калкулациите за разглежданото социално предприятие обект на оценка.

Определяне на нормата на дисконтиране на смесените икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци

Въз основа на представените теоретични правила и направени калкулации за изчисляване на нормата на дисконтиране на смесените икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци, конкретната норма на дисконтиране за разглеждания проект е както следва:

Първа стъпка: изчисляване цената на собствения капитал.

Безрискова норма на възвръщаемост	+	Бета коеф .	X	Пазарна премия за риск	+	Премия за странов и риск	+	Премия за риск за размер на предприятието	=	Цена на собствен капитал
4.95%	+	0.64	X	4.84%	+	1.55%	+	6%	=	15.58%

Втора стъпка: изчисляване цената на дълга.

Безрискова норма на възвръщаемост	+	Сред за неплащане на страната	+	Сред синтетичен рейтинг	X	Корпоративен данък	=	Цена на дълга
4.95%	+	1.41%	+	0.69%	X	(100-10.00%)	=	6.34%

Трета стъпка: изчисляване средна-претеглена цена на капитала (WACC)

% Дълг	X	Цена на дълга	+	% Собствен капитал	X	Цена собствен капитал	=	WACC
0%	x	6.34%	+	100%	+	15.58%	=	15.58%

Определяне на нормата на дискотиране на КВАЗИ екологичните и социални парични потоци.

За дискотиране на КВАЗИ екологичните и социални парични потоци на разглежданото социално предприятие авторът приема определената в Наредбата за изискванията за определяне на финансово-икономическите елементи на концесията препоръчителна социално-икономическата норма от 5.00%. Прилага се постоянен дисконтов процент.

Теоретични основи на модифицирания модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие) въз основа на дискотирани парични потоци.

Метода за оценка на цели предприятия въз основа на дискотирани парични потоци в корпоративния сектор бе нагледно описан в изложението. Директното транслиране на метода по отношение на инвестиции в социални предприятия не може се осъществи поради наличието на различни групи парични потоци (смесени икономически, екологично-икономически, социално-икономически и КВАЗИ екологични и социални парични потоци), които също така се дискотират и с различни дискотивни норми.

Това налага модификация на метода, който се използва в корпоративния, но със запазване на основните му принципи и постулати.

За целите на оценката отново се използват два периода - прогнозен и следпрогнозен, но вече всеки от периодите се разделя на 2 подпериода:

- 1) прогнозен период за смесените икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци;
- 2) прогнозен период за КВАЗИ екологичните и социални парични потоци;
- 3) следпрогнозен период за смесените икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци;

4) следпрогнозен период за КВАЗИ екологичните и социални парични потоци.

Въз основа на практическите анализи авторът определя, че прогнозния период ще бъде 10 години като възможно най-детайлно следва се определят положителните и отрицателни смесените икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци от дейността на дружеството.

За следпрогнозният период се приема, че нетните смесени и КВАЗИ парични потоци ще нарастват с темп (g) равен на средното изменение на брутният вътрешен продукт (БВП) на страната по последните 4-5 години. Целта да се вземе период на изменение на БВП от поне 4-5 години е, за да се елиминират еднократни флукуации в динамиката на макроикономическата среда.

Оценката се извършва на следните етапи:

- ✓ Изчисляват се годишните свободни смесени **нетни** икономически, екологично-икономически и социално-икономически парични потоци (Blended FCFI) за всяка година от прогнозния период. Те се дисконтират, за да се изчисли тяхната настояща стойност към момента на оценяването на предприятието.
- ✓ Изчислява се „терминалната стойност” (TV) на смесените **нетни** икономически, екологични и социални парични потоци за следпрогнозния период. Те се дисконтират, за да се изчисли тяхната настояща стойност към момента на оценяването на предприятието.
- ✓ Изчисляват се годишните КВАЗИ **нетни** екологични и социални парични потоци за всяка година от прогнозния период. Те се дисконтират, за да се изчисли тяхната настояща стойност към момента на оценяването на предприятието.
- ✓ Изчислява се „терминалната стойност” (TV) на **нетните КВАЗИ** екологични и социални парични потоци за следпрогнозния период. Тя се дисконтира, за да се изчисли нейната настояща стойност към момента на оценяването на предприятието.
- ✓ Изчислява се смесената икономическо-екологична-социална стойност на предприятието.
- ✓ Изчислява се КВАЗИ екологичната стойност на предприятието.
- ✓ Изчислява се КВАЗИ социалната стойност на предприятието.
- ✓ Изчислява се общата смесена икономическо-екологична-социална и КВАЗИ стойност на компанията (общата обществена полза).

Крайната цел на изчисленията е калкулиране на собствения капитал на социалното предприятие, който се разделя на смесен икономически, екологично- икономически и социално-икономически собствен капитал и Квази екологичен и социален собствен капитал. Сборът води до общата стойност на смесения и КВАЗИ собствен капитал.

Стойността на смесения икономически, екологично-икономически и социално-икономически и КВАЗИ собствен капитал на социалното предприятия се изчислява по модифицирана формула, за да може да се отчетат всички директни и индиректни (КВАЗИ) аспекти от дейността.

4.3. Практическо приложение на модифицирания модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие) въз основа на дисконтирани парични потоци

За обективна апробация на метода следва теоретичните постулати да бъдат подложени на практически приложение. За целта се пристъпва към оценка на разглеждания проект.

Изчисляване на смесената икономическо-екологична-социална стойност на компанията (изчисляване на смесения собствен капитал).

Калкулациите при последната стъпка са представени в Таблица 4.

Таблица 4. Стойност на смесения (икономическо, екологичен и социален) собствен капитал

	Смесена икономическо-екологична-социална стойност	
1	Стойност на предприятието като икономическо-социално-екологична единица (смесена стойност)	482 554
2	Неоперативни активи	
3	Финансови активи	
4	Обща смесена икономическа, екологична и социална стойност (1+2+3)	482 554
5	Дългосрочен дълг	0
6	Стойност на смесения (икономическо, екологичен и социален) собствен капитал (4-5)	482 554

При изчисляване на стойността на смесения (икономическо, екологичен и социален) собствен капитал авторът не отразява наличието на финансови активи тъй като емпиричните данни показват, че по своя същност в България социалните предприятия са микро и малко и в балансите им не се съдържат финансови активи.

Изчисляване на ОБЩАТА обществена полза (Обща смесена и КВАЗИ стойност) и стойността на смесения и КВАЗИ собствен капитал.

Последната стъпка от модела е представяне на общата обществена полза, която инвестиционния проект в реални активи на социално предприятие създава за всички заинтересовани страни.

В Таблица 5 е представено изчисляването на стойността на смесения и КВАЗИ собствен капитал, който е изразител на ОБЩАТА обществена полза създавана от социалното предприятие след приспадане на дълговата тежест.

Таблица 5. Стойност на смесения и КВАЗИ собствен капитал

Обща Смесената и КВАЗИ стойност (ОБЩА обществена полза)		<i>Изчисления в случай, че компанията НЯМА екологична или социална ангажираност</i>
Стойност на предприятието като икономическо-социално-екологична единица (смесен икономическо, екологичен и социален собствен капитал)	482 554	233 774
Стойност на предприятието като КВАЗИ социална единица (КВАЗИ социална стойност)	2 053 472	
Стойност на предприятието като КВАЗИ екологична единица (КВАЗИ екологична стойност)	81 459	
Неоперативни активи	0	0
Финансови активи	0	0
Обща смесена и КВАЗИ стойност (ОБЩА обществена полза (1+2+3+4+5))	2 617 485	233 774
Дългосрочен дълг	0	0
Стойност на смесения и КВАЗИ собствен капитал (6-7)	2 617 485	233 774

Методът е апробиран и в голямо хартиено предприятие при оценка на инвестиционен проект свързан със закупуване на нова машина за производство на хартия.

Обобщените резултати са както следва:

Таблица 6. Стойност на смесения и КВАЗИ собствен капитал на хартиено предприятие

	Обща Смесената и КВАЗИ стойност (ОБЩА обществена полза)		<i>Изчисления в случай, че компанията НЯМА екологична или социална ангажираност</i>
1	Стойност на предприятието като икономическо-социално-екологична единица (смесен икономическо, екологичен и социален собствен капитал)	42 710	23 005
2	Стойност на предприятието като КВАЗИ социална единица (КВАЗИ социална стойност)	1 381	
3	Стойност на предприятието като КВАЗИ екологична единица (КВАЗИ екологична стойност)	5 180	
4	Неоперативни активи	0	0
5	Финансови активи	0	0
6	Обща смесена и КВАЗИ стойност (ОБЩА обществена полза) (1+2+3+4+5)	49 271	23 005
7	Дългосрочен дълг	38 609	38 609
8	Стойност на смесения и КВАЗИ собствен капитал (6-7)	10 662	-15 604

Резултатите от оценката и приложението на модела, който автора предлага показват, че:

1) при равни други условия предприятия, които съумяват да комбинират успешно икономическа, екологична и социална дейност, възползвайки се от предлаганите данъчни и неданъчно стимули, биха създали по-голяма обща обществена полза от чисто търговски компании;

2) методът успява да представи самостоятелна и обобщена оценка за стойността и така всяка група инвеститори може да вземе аргументирано решение относно резултатите: за финансовите инвеститори е изведена стойността на предприятието като икономическо-социално-екологична единица (смесен икономическо, екологичен и социален собствен капитал), за екологичните - стойност на предприятието като КВАЗИ екологична единица (КВАЗИ екологична стойност), за социалните - стойност на предприятието като КВАЗИ екологична единица (КВАЗИ екологична стойност), за инвеститорите търсещи троен краен резултат - обща смесена и КВАЗИ стойност (ОБЩА обществена полза).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Наличието на голям набор от методи за оценка на екологичната и социална стойност, резултат и въздействие затруднява оценителите да изберат подходящ метод за оценка на трикомпонентна стойност, създавана при инвестиции от и в социални предприятия. Отчасти трудността произтича и от липсата на консенсус относно това как да се оценяват и остойностяват екологичните и социални въздействия. Изложената класификацията на методите за оценка показва, че въпреки тяхното разнообразие и многообразие, само малка част от тях могат да се използват на практика за оценка на екологичната и социална стойност. Повечето методи са полезни за оценката, но не са точния инструмент, който да даде цялостен и завършен отговор на въпроса дали да се осъществи дадена инвестиция в реални активи.

В допълнение, към методите за оценка на екологичното и социалното въздействие се поставят тежки изисквания към събирането на данни, предположенията и преценките на стойността, които са в основата на анализа.

Също така интегрираните подходи за измерване и оценка на екологичната и социална стойност са все още в зараждащата се фаза на развитие поради липсата на зрялост в областта на социалната и екологична оценка. Всеки метод има своите силни страни и слабости. В методологиите им са заложили много нерешени въпроси, които предопределят разстоянието между теорията и практиката и засягат цялостното използване при оценка на инвестиции в реални активи.

С изключение на един метод, повечето от проучените методи остават „заседнали“ или в оценяване единствено въздействието на екологичните и социални ефекти или в монетизиране стойността, която създават, но без да извеждат цялостна оценка за ефективността на дадено инвестиционно предложение. Все още голяма част от методите, които се използват в публичния и в неправителствения сектор, както и тези, използвани във финансовия сектор функционират и са приложими единствено за съответния сектор на икономиката и не си кореспондират.

Методът социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI) е този, който прокарва пътя за търсене на универсален подход и методология, които да бъдат припознати от оценителите в корпоративния и неправителствен сектор. Той акумулира в себе си методики, техники и процеси от методите във всички сектори.

SROI използва икономическа оценка, за да направи видим далеч по-голям обхват от социални, екологични и икономически разходи и ползи. Той предоставя по-пълна картина на ефектите на благосъстоянието, произтичащи

от конкретна инвестиция, и дава възможност за по-информиран взимането на решения за разпределянето на ресурсите.

SROI и анализът „разходи - ползи” имат общи корени, но SROI извежда анализ „разходи-ползи” една стъпка напред, като монетизира нематериални ефекти и определя в количествена мярка трикомпонентната стойност от капиталовата инвестиция.

Той е оценителният инструмент, който надгражда инструментариума в частния сектор и се превръща в практически метод за вземане на решения относно реализацията на даден инвестиционен проект.

Самото възникване на SROI и подобните на него методи, показва, че в инвестиционното проектиране се е породила нужда от нов метод за оценка, който да запълни празнината в оценяването на екологичното и социално въздействие, оставена от традиционните методи за оценка в корпоративния сектор.

Методът „Социална норма на възвръщаемост (SROI)“ е добро начало и опит за създаване на единна методологическа рамка за инвестиционна оценка, която да бъде приета от всички икономически субекти (оценители) без значение от сектора, в който оперират. Неговите характеристики бяха подробно описани, както и стъпките за изчисляване на икономическата и социална стойност на едно социално предприятие.

SROI обаче не е панацея. Липсата на ясно застъпен екологичен елемент, трудоемкостта при набирането на данни, спорните изводи за влиянието върху обществото и обществената (социална) стойност не дават аргументи в полза на използването му от корпоративните експерти. Застъпването и прилагането на подходи от корпоративните финанси не успява да компенсира недостатъците на SROI.

Продължаващото навлизане в дебрите на екологичното и социално оценяването и липсата на единна рамка за оценка на социално предприятия показаха на автора на настоящия труд, че защитаването на дисертационната теза няма да е лесна задача.

Създадените десетки инструменти, модели и методи от фондации, социални инвеститори и търговски организации търсят „правилния“ избор за оценка на стойността на социално предприятие и „правилно“ тълкуване на създаваната смесена стойност, но никой все още не се е наложил като общоприет и унифициран подобно на тези от корпоративния сектор. Инвеститорите продължават да се лутат в методологии, обхват на оценка и изводи.

Показателни са и изводите от направената анкета сред специалистите от различни области на икономическия живот – 62% от тях заявяват, методите за оценка на стойността на предприятие създаващо троен краен резултат или „социално предприятие“ са или трябва да бъдат различни от тези при оценка на традиционно дружество, а същевременно 53% посочват използване на „тясно“ корпоративни методи за оценка на социални предприятия.

Противоречието между желанието да се приложи различна и уникална оценителна парадигма при оценката на инвестиции в реални активи на социални предприятия и изборът на анкетираните да предпочетат основно методите от корпоративния сектор показва, че финансовия свят е този, който продължава да определя „правилата“ и насоките за оценка на инвестиции с екологична и социална ангажираност.

Затова и авторът застъпва виждането, че финансовите оценители ще намерят правилната и общоприета рамка, която да удовлетвори изискванията на социални, екологични и корпоративни инвеститори, филантропи и държавни институции.

Относителната категоричност на анкетираните за използване на различни методи за оценка на стойността що се отнася до троен краен резултат и социални предприятия, както и отговорите на допълнителните въпроси, показва, че традиционната корпоративна рамка за оценка на инвестиции в реални активи на социални предприятия се нуждае от надграждане, за да може да обхване цялостната смесена стойност, която създават такъв род инвестиции. Само след като е способна да покаже „отговорите“ на въпросите за създаваната стойност не само на корпоративните, но и на екологичните и социални инвеститори, оценителна парадигма ще бъде цялостно приета. Резултатите от анкетното проучване и „разреза“ на подходите и методите за оценка на проекти с трикомпонентна стойност доказаха и тезата и хипотезите изложени от автора, че оценителската парадигма не е статична, а търпи развитие и се надгражда.

Същевременно само когато екологичната и социалната стойност бъдат обхванати от традиционните, корпоративни методи за оценка, създаваната смесена стойност ще бъде обект на инвестиционен интерес от голям брой инвеститори без значение от областта, в която инвестират – екологична, социална или икономическа. Това неминуемо ще доведе до подобряване на методологиите и емпирично утвърждаване на инструментите и методите за оценка на инвестиции в реални активи на социални предприятия.

Но парадигмата за оценяване на инвестиционни предложения се променя - поради промените в нагласите на инвеститорите и заинтересованите страни.

Все по-трудно биват игнорирани въздействията, които една компания има върху природата и обществото. Регулаторните и морални изисквания поставят фокус не само върху икономическата възвръщаемост, но и върху цялостното представяне на дружеството, което води до търсене на нови подходи и методи за оценка на смесената стойност от дейността.

Процесът на надграждане на традиционната оценителска рамка не само е започнал, но е във фаза, в която трябва да се изведат тези нови методи за оценка, които отговарят на съвременните изисквания за оценка на икономическата, екологична и социална стойност, създавани от един инвестиционен проект.

Ключови моменти, които следва да се вземат предвид в започналия процес по надграждане на парадигмата на инвестиционно оценяване са:

1) необходимостта от взаимно „обучение“ между корпоративния, неправителствен и публичен сектор относно монетарните аспекти на една инвестиция **не** са само по отношение на икономическата стойност;

2) да се приеме факта, че методите базирани на дисконтираните парични потоци (без значение от кой сектор произтичат) ще бъдат водещи и ще са гръбнака на всяка модификация или надграждане на текущите мейнстрийм подходи за оценяване, т.е. стойностният (паричен) измерител ще продължи да „властва“;

3) създаваната социална и особено екологична стойност в средносрочен план ще бъде не само препоръчителен елемент за оценка на инвестиционен проект в реални активи, но ще бъде и задължителен фактор от оценката.

4) Търсенето на трикомпонентна възвръщаемост (икономическа, социална и екологична) вече е преругатив на всички сфери на икономиката и корпоративния сектор не може да бъде извън тези промени.

IV. ОСНОВНИ НАУЧНИ И ПРИЛОЖНИ ПРИНОСИ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Доразвити и обогатени са теоретичните основи на социалното предприятие и концепциите за споделена стойност, смесена стойност и троен краен резултат и влиянието им върху парадигмата за оценка на инвестиционни проекти.
2. Разработена е оригинална методическа рамка за оценка на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност и е приложена методика за избор на метод за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи троен краен резултат на базата на избрани критерии.
3. Направена е аргументирана и задълбочена обосновка за възможните използвани норми на дисконтиране и отчитането на риска като емпирично се доказва и целесъобразното използване на различни норми на дисконтиране за отделните елементи на общата стойност на оценявана компания.
4. Осъществен е задълбочен анализ и оценка на характеристиките и възможностите на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност.
5. Разработен е модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти за индиректно придобиване на реални активи, които създават троен краен резултат чрез изследване на методът на Социална норма на възвръщаемост на инвестициите (SROI). Модифицираният модел допълва и адаптира съществуващият метод за оценка като разширява неговото приложно поле с оценка на квази социалните и екологични ползи.
6. Апробиран е модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти с троен краен резултат за индиректно придобиване на активи (покупка на действащо социално предприятие) въз основа на дисконтирани парични потоци, като са изчислени и представени както преките, така и косвените квази социални и екологични ползи.

V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Пашов, Р., 2015, Съвременни модели за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи смесена стойност, Сборник доклади от годишна университетска научна конференция 16-17 юли 2015 година, Том 7, научно направление „Социални, стопански и правни науки” Велико Търново 2015 г., Издателски комплекс на НВУ „Васил Левски” ISSN 1314-1937, стр. 212 – 224.
2. Пашов, Р., 2020, Изследване на генезиса на формиране на социалното предприятие като икономическа категория, неговите характеристики и място в икономическата система, които го детерминират като успешна форма на „устойчивата икономика“ и „устойчивото развитие“, е-сборник с изследователски разработки на лауреатите на 9-ти академичен конкурс "д-р Иванка Петкова", Институт за икономическа политика, 2020, ISBN 978-954-9359-80-0, стр. 69 – 108.
3. Пашов, Р., 2021, Правилната оценка на инвестиции създаващи троен краен резултат като инструмент за растеж на индустрията, Трети национален научен форум на тема: Бизнесът в XXI век, България 2030, Проектиране на бъдещето: ново общество – нова икономика, Сборник с доклади, Издателски комплекс – УНСС, ISBN 978-619-232-431-5, стр. 177-184.
4. Пашов, Р., 2022, Подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи смесена стойност (троен краен резултат), българско електронно научно списание „Стопанско управление“, ISSN 2738-7399, под печат в бр. 1/2022 - служебна бележка.



UNIVERSITY OF NATIONAL AND WORLD ECONOMY
FACULTY OF BUSINESS
DEPARTMENT OF NATURAL RESOURCES ECONOMICS

Radoslav Marinov Pashov

ABSTRACT

of dissertation on the topic:

**APPROACHES AND METHODS FOR VALUATION
OF INVESTMENT IN REAL ASSETS CREATING
BLENDED VALUE**

for the creation of an educational and scientific degree "Doctor", professional
management 3.8. "Economics", scientific specialty "Economics and Management"
/Agrobusiness, eco-economics/

Supervisor:

Assoc. Prof. Dr. Zornitsa Dimova Stoyanova

Sofia 2022

The dissertation consists of an introduction, an exposition presented in four chapters, a conclusion, a list of used literature sources and appendices. It covers 277 pages, of which 258 pages are an exposition, 9 pages are a list of information sources and 10 pages are appendices. The exhibition contains 41 tables and 36 figures. The information sources include 131 literature sources, of which 8 are in Cyrillic and 123 in Latin.

The dissertation was discussed and directed for defense at the Department of "Economics of Natural Resources" at UNWE - Sofia on with Order № from of the Rector of UNWE.

The author of the dissertation is a doctoral student at the Department of Natural Resources Economics.

The defense of the dissertation will take place on 2022 from h. In the hall of UNWE - Sofia, at a meeting of the scientific jury. The materials on the defense are available in the sector "Scientific Councils and Competitions" and on the website of UNWE (<http://www.unwe.bg/>).

I. GENERAL CHARACTERISTICS OF THE DISSERTATION

1. Relevance of the topic

With the permanent establishment in the management sphere of modern concepts of sustainable development, shared value, blended value, double and triple-bottom line, more and more investments are directed to companies or made by companies seeking to generate positive environmental, social and financial value. This new type of investment, called "impact investment" (Gair, 2009), aims to create, in addition to creating pure economic value, to address a number of environmental and social issues such as reducing the effects of global warming, improving access to education, combating pollution, unemployment and poverty.

Real assets investment appraisers face significant challenges in changing the perception of value that businesses create for owners (investors) due to the change in the overall investment framework, increasingly embracing the idea of "blended value" (blended value) - economic, social and environmental.

Based on the vision that the correct valuation of investments in real assets contains a significant reserve for increasing the value of companies (Nenkov, 2008) and the change in the scope of the required return and the introduction of the concept of "return that covers all aspects of life" - living return (Freundlich, 2005) it is necessary to upgrade the current traditional paradigm for valuation of investments in real assets, bringing the creation of financial value as the only criterion for positive evaluation of a project.

Traditional investment is usually seen as an activity separate and distinct from efforts to create a positive environmental and social impact. The traditional view is that companies fulfill their social and environmental missions and goals by complying with the requirements of good corporate governance (corporate social responsibility), but without a clear and comprehensive philosophy, while the only "correct" is the financial effect of a investment. In essence, the basic model seeks to maximize risk-based financial returns, but excluding all other environmental and social effects that would lead to reduced returns, ie. - creating value and generating returns in a 'vacuum environment' (Freundlich, 2005), in which social and environmental costs are not intrinsic to the organization.

This paper seeks to explore and show new trends in investment process and the need to upgrade traditional practices for valuing investment projects in real assets, carried out by and in social enterprises.

The main assumptions in the exposition are based on the understanding of the changes that occur in terms of increasing requirements for more and more in-depth evidence of sustainable development in all sectors of the economy - private, public, non-governmental, and shifting the main business focus of the existence of a

company. The latter is expressed in the performance of operations and activities traditionally uncharacteristic of the sector in which it operates. An example is the so-called third sector organizations, created and traditionally operating with philanthropic (charitable) capital, which in order to fulfill their environmental and social function resort to creating business models for self-sufficiency, without reliance only on donations, but on expanding the portfolio of sources of income and financing (such as banks, capital investors, investment funds). The reason for this lies in changing the focus of their existence - generating environmental and social value (for which they were created), but by accumulating activities for profit, inherent in commercial enterprises. The reverse process is also valid - companies created for profit take over the functions of organizations from the public and non-governmental sector and create additional environmental and social value for their owners and stakeholders.

Traditional trading companies are already looking at the overall value of their investment projects in real assets, due to their desire to reach new target groups, develop new products and services, create new markets, test new business models, increase brand commitment, etc.

This transition from charitable to financial capital and vice versa is unusual and not typical of capital markets. In this situation, the usual rules for evaluating investment projects, measuring risk and return should be carefully reconsidered, as they are currently used in a particular situation and it is not clear whether they cover all aspects of the changes taking place.

Evaluators of investment projects in real assets face serious challenges due to the convergence between the “worlds of for-profit organizations, environmentally and socially motivated NGOs” (Wuttunee et al., 2008) and the public sector, as each of these sectors has its concept, tools, approaches and methods in evaluating the effectiveness of projects. The topic is complicated by the fact that this convergence results in the creation of a new organizational business unit - the so-called triple-bottom enterprises or also called - social enterprises that accumulate business processes in all three sectors.

In the present paper, the enterprises creating a triple-bottom line (social enterprises) are considered as bearers of the new concept for evaluation of investments in projects in real assets, creating blended value - financial, environmental, social.

An important clarification for the needs of the analysis at the outset is the vision that social enterprises are created for profit (not NGOs), but outside this leading motive, they take a position and carry out activities to maximize the environmental and social impact of their investments .

In recent years, a number of authors have faced the problem of valuing investments with a three-component value, looking for options for appropriate methods to meet the requirements of the "investor revolution", which shows how "shareholders are becoming serious about sustainability" (Eccles and Klimenko, 2019). Grieco (2015) and Grieco et al. (2015) examine 76 evaluation methods by grouping them into macro-categories so as to help social entrepreneurs choose the model that is most appropriate for the needs of their organization. Maas (2009) and Maas and Liket (2011) developed a classification of 30 methods that are distinguished as suitable for estimating the value created. Spiess-Knaf and Scheck (2017), Lim (2010), Clark et al. (2004), Olsen and Galimidi (2008) also contribute to a significant enrichment of the scientific literature on the subject by preparing their own detailed classifications of value and impact assessment methods. Other authors such as Yang et al. (2014) developed their own model for assessing the performance of the organization, which considers not only business operations, but also the social mission and impact that these operations have. An important point is that in their works the authors do not give an opinion on the existence of a universal method for estimating the value of three-component projects, but present the variety of methods that each entrepreneur, researcher, appraiser can use for their own purposes. A detailed reading shows that in fact the majority of methods focus on the study of environmental and social impact, as the monetization (monetary expression) of this impact is not always leading. The focus on the monetization of the created three-component value is the key element of the present dissertation.

2. Thesis, purpose, tasks and limitations of the dissertation

The thesis of the research is that it is necessary to upgrade the traditional approaches and methods for valuation of investments in real assets, made by companies creating blended value.

The aim of the research is based on the analysis of methods for evaluation of investment projects in real assets of and in social enterprises, to develop a modified model for evaluation of investment projects with triple-bottom for indirect acquisition of assets.

Hypotheses

1. It is necessary to prepare an assessment of investments in real assets, creating value outside the financial, because investing in real assets, social enterprises create value for owners in three dimensions - financial, social, environmental;

2. A new set of methods (or modification of existing ones) is needed to assess the blended value of projects created in real assets because of possibility to miss significant investment opportunities due to the lack of a unified vision of the overall value created by triple-bottom line investment - corporate investors are focused on

the profitability of the project from a financial point of view, philanthropists provide grants, and NGOs often dominate the social and environmental impact over financial losses.

3. Social enterprises embody the opportunity to generate higher value for owners - by achieving environmental and social returns in addition to financial returns, it creates opportunities for the formation of a larger circle of investors (traditional and philanthropic), which in turn provides greater opportunities for funding

To achieve this goal, the following tasks have been set for development:

- ✓ To make a literature review of the concept of social enterprise and the concepts of shared value, blended value and the creation of a triple-bottom line;
- ✓ To clarify the methodical and methodological bases of research of the methods for valuation of investments in real assets in and by social enterprises, creating blended value;
- ✓ To evaluate the approaches and methods for valuation of investments in real assets in and from social enterprises, creating blended value;
- ✓ To clarify the degree of reporting of the risk component in the discount rate for investments that create a triple-bottom line;
- ✓ To review the approaches used in applying the method of social rate of return (SROI).
- ✓ To develop a modified model for evaluation of investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets

The object of research are the approaches and methods for valuation of investments in real assets in and from social enterprises.

The subject of the research is the need to upgrade and further develop the current concept for evaluation of investment projects in real assets of social enterprises with triple-bottom line.

The following restrictions are set in the dissertation:

1. Investing in projects that produce both financial and environmental and social results is even more difficult than investing in projects that pursue purely financial goals. The challenges facing the modern appraiser of investments in real assets are related to the availability of new investment strategies, merging public and philanthropic financing with private capital, seeking techniques to achieve environmental and social results in the context of financial efficiency, increasing requirements to the requested information about the created mixed value.

2. There is no unified theoretical statement for the mix of approaches and methods for evaluation of investment projects that create blended value - financial, social and environmental.

3. The process identifies a significant "gap" between theoretical understandings for valuing investments from and in social enterprises and real and extensive practical experience in the field, which would help to establish new trends in investment valuation.

4. There is no single definition of what is a "social enterprise" and its place among economic players, which leads to fluctuations among appraisers of investment projects in real assets what set of methods to use - from the corporate, public and non-governmental sectors.

II. STRUCTURE AND CONTENT OF THE DISSERTATION

The dissertation contains an introduction, four chapters, a conclusion, a list of references and appendices.

The structure of the exposition includes:

LIST OF ABBREVIATIONS

LIST OF TABLES

LIST OF FIGURES

INTRODUCTION

FIRST CHAPTER. SOCIAL ENTERPRISE AND BLENDED VALUE CONCEPTS AND THE CREATION OF A TRIPLE-BOTTOM LINE

1.1. Literary review of the essence of the social enterprise

1.1.1. Reasons and prerequisites for the emergence of social enterprise

1.1.2. Definitions of the nature and characteristics of the social enterprise

1.1.3. Typology of social enterprises

1.2. The concept of Shared value and Blended value - their impact on the paradigm for evaluating investment projects

1.3. Theoretical foundations of the concept of tripple-bottom line (TBL) and its impact on the paradigm for evaluating investment projects

CHAPTER TWO. METHODOICAL AND METHODOLOGICAL BASIS OF THE RESEARCH

2.1. Methodical tools

2.2. Methodological framework of the research

CHAPTER THREE. EVALUATION OF APPROACHES AND METHODS FOR EVALUATION OF INVESTMENTS IN REAL ASSETS IN AND FROM SOCIAL ENTERPRISES CREATING BLENDED VALUE

3.1. Review and evaluation of approaches and methods for valuation of investments in real assets in and by social enterprises creating blended value

3.1.1. Traditional approaches and methods for valuing investments in real assets, typical for the corporate sector.

3.1.2. Approaches and methods for valuing investments in real assets in the public and non-governmental sector.

3.1.3. Choice of method for valuation of investments in real assets, creating a triple-bottom line based on selected criteria

3.2. Determining the discount rate of investments with triple-bottom line in real assets

3.2.1. Review and evaluation of approaches and methods for calculating the required rate of return in the corporate sector.

3.2.2. Review and evaluation of approaches and methods for calculating the required rate of return in the public and non-governmental sector

3.2.3. Empirical discount rates used in the public and non-governmental sector.

3.2.4. Taking into account the risk when determining the discount rate in the public (non-governmental) sector and in investments that create a triple-bottom line.

3.3. Analysis of the approaches and methods for valuation of investments in real assets, creating blended value (triple-bottom line result) and the method Social rate of return (SROI) - survey

CHAPTER FOUR MODIFIED MODEL FOR EVALUATION OF INVESTMENT PROJECTS WITH TRIPLE-BOTTOM LINE FOR INDIRECT ACQUISITION OF ASSETS

4.1. Characteristics and features of the method Social return on Investment (SROI)

4.2. Modified model for valuation of investment projects with triple end result for indirect acquisition of assets (purchase of a functioning social enterprise) based on discounted cash flows

4.3. Practical application of the modified model for evaluation of investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an active social enterprise) based on discounted cash flows

CONCLUSION

BIBLIOGRAPHY

APPENDIX 1

APPENDIX 2

III. SUMMARY OF THE DISSERTATION

FIRST CHAPTER. SOCIAL ENTERPRISE AND BLENDED VALUE CONCEPTS AND THE CREATION OF A TRIPLE-BOTTOM LINE

The first chapter provides a literature review of the nature of the social enterprise, the reasons and prerequisites for its emergence, typology, as well as a literature review of the concepts of shared value (Shared value), blended value (Blended value) and the triple-bottom line and their impact on the paradigm for evaluating investment projects

1.1 Literary review of the nature of the social enterprise

The first paragraph clarifies the reasons for the emergence of social enterprises, the definitions of social enterprise and its typology.

The reasons for the emergence of social enterprises lie in the late 70's and early 80's of the twentieth century, there are nuances in the strength of the factors predetermining their emergence and development as a new economic category in Europe and the United States. In his exposition, the author of the present study is based on the work of proven experts in the subject, including: Alter (2002, 2007), Salamon (1993, 1995, 1997), Eikenberry and Kluver (2004), Crimmins and Keil (1983), Young (1986, 2001, 2002, 2003), Grenier (2003), Nicholls (2005), Yunus (2006, 2010), Emerson (2000, 2003), Skloot (1987), Defourny and Nyssens (2008, 2010, 2012) and other.

The very concept of "social enterprise" first appeared in Europe in a law in 1991 in Italy, linking the non-governmental sector, which is highly developed in this country (including the cooperative movement) - creating a specific legal form of "social cooperatives" (Defourny, Nyssens, 2010).

The economic literature does not have a uniform definition of the term "social enterprise" as well as the scope of the activities in which it engages.

According to Alter (2002), the term 'social enterprise' was first developed in the 1970s to define the business activities that non-profit organizations began to develop as a way to create opportunities for disadvantaged groups. In his work, Alter (2002) develops three archetypes of social enterprise based on how the social program and the activities of enterprises are linked: business activities that are embedded in social programs, business activities that overlap with the social program and business activities; which complement but are separate from the social program.

Smit (2012) points out that the first to introduce and use the term 'social enterprise' was Freer Spreckley in 1978.

In the United States in the 1980s, a variety of terms were used to describe social organizations (Defourny, Nyssens, 2010): nonprofit, entrepreneurship with

nonprofit focus, social-purpose entity, social enterprise, social innovation, business social purpose, community wealth creation enterprise, public entrepreneurship.

In *The Blended Value Map: Tracking the Intersects and Opportunities of Economic, Social and Environmental Value Creation*, Emerson (2003) uses the term "social enterprise" to refer to dual-use enterprises, social enterprises, non-profit enterprises and enterprises established for profit, but with a specific mission. Social enterprises are usually looking for a blended return - financial or taking additional risk in pursuit of social and / or environmental value.

Yunus (2010) in the context of social entrepreneurship also makes a more radical statement about the modern economic system, arguing that "our existing theory of capitalism is wrong insofar as it misrepresents human nature and concludes that the representation of human capitalism as "one-dimensional beings whose sole mission is to maximize profits "is a 'badly distorted picture' because it fails to recognize that human beings are also driven by selfless motives."

Wuttunee et al. (2008) share the view that social enterprises have a hybrid quality of responding to unmet social needs through business means. Therefore, the nature of their accountability differs from that of traditional non-profit organizations. First, they generate human and financial resources, which largely operate in accordance with market rules. Second, they are responsible for achieving the social value that is embodied in their mission and are based on the principles of ethics and morality of "doing good".

In their research, Alter and Nicholls also consider the social enterprise as a self-financing organization.

Gonzalez and Dentchev (2021) share their vision of social enterprises through the definition of "social entrepreneur:" individuals who create social value by combining entrepreneurial activity with attitudes from a wide range of actors such as public organizations, NGOs, social enterprises, social business units and others similar, aimed at improving the social well-being of others.

The typology of social enterprises and their place in the economic spectrum provide an answer to the question of why they are an appropriate carrier of the concept of "sustainable development".

Among the authors who consider the typology of social enterprises is Alter. Alter (2007) uses a hybrid spectrum of economic entities to position and distinguish the nature of social enterprises from other companies operating on the economic surface. Alter defines social enterprises as seeking social value and in close proximity to companies that are created for profit and form economic value.

In 2008, Chertok et al. (2008) in the *Stanford Social Innovation Review* set out their vision of the place of social enterprises among the spectrum of social and

financial returns. Unlike Alter, which positions social enterprises in the spectrum closer to NGOs, Chertok et al. see the new economic form as simultaneously combining the structure of companies created for profit and the structure of non-governmental organizations. According to them, social enterprises accumulate both philanthropic and commercial capital.

Another distinction between social enterprises and the traditional company is made by the Social Enterprise Association, but in terms of value creation and return. Social enterprises are again positioned between NGOs and companies aiming for financial returns.

One of the good developments for the place of social enterprise among the palette of economic entities is the Social Enterprise Alliance. The Alliance makes a brief graphical summary of what a social enterprise is and where it is positioned on the economic plane. Describing it with a number of key words such as innovation, hybrid, social responsibility, triple-bottom line, sustainability, convergence, philanthropy, revenue generation, targeted investment, they actually reveal the diverse nature of social enterprises and their main feature - combining non-governmental practices. the corporate sector to create sustainability.

Defourny and Nyssens (2012) present a comprehensive, generalized model of economic entities, their spheres of activity and places of overlapping activities, based on the developments of Pestoff (1998, 2005) and derive the economic plane as a triangular coordinate system.

This paragraph also summarizes that:

- ✓ Social enterprises are the economic entity that combines the three economic worlds - corporate, non-governmental and state, striving to deliver products and services that create a three-component value - economic, social and environmental.
- ✓ Social enterprises strive to build a fairer and more sustainable world by applying market-oriented strategies to today's environmental and social problems. In the survey, the respondents clearly link the social enterprise with the achievement of goals with a triple end result and describe the principles of operation of the social enterprise, which overlap with those of the concept of "sustainable development".
- ✓ Although defined as creating three-component value (financial, environmental and social), the environmental element continues to be underestimated and often ignored, even among academia. This fact can be explained by the genesis of the emergence of social enterprises, where the social element is highly dominant and is the main reason for its formation as an economic category.

- ✓ Nowadays the place of social enterprises is rather of a hybrid, intermediate, economic entity that seeks greater financial independence and uses purely commercial practices and approaches and moves within the blurred line between traditional commercial companies and social enterprises (which are either non-governmental organizations or those actively seeking the formation of income from commercial operations).

1.2 The concept of Shared value and Blended value - their impact on the paradigm for evaluating investment projects.

The second paragraph reviews current economic concepts that influence the paradigm for evaluating investment projects.

The concept of shared value is a new economic thought that affects a number of areas of economic life - sustainable development, environmental and social aspects of a company's behavior, various dimensions of value that companies create and must create, including ways to evaluate investment projects.

Porter and Kramer (2011) officially introduced it for the first time in the 2011 Harvard Business Review.

"The capitalist system is under siege," Porter and Kramer began. According to the authors, in recent years, business is increasingly seen as a major cause of social, environmental and economic problems of our time and prospers at the expense of society. They share the view that "the legitimacy of the business has fallen to levels not seen in recent history and the business is stuck in a vicious circle." According to them, much of the problem lies in the companies themselves, which continue to look closely at value creation, optimizing their short-term financial results, while missing the important needs of their customers and neglecting the wider impacts of their activities that determine their long-term success.

The decision made by the authors of this long-standing clash between profit and environmental and social is rooted in "the principle of shared value, which includes creating economic value in a way that also creates value for society by addressing its needs and challenges". They are adamant that "business must link the company's success to social progress". Shared value is not social responsibility, philanthropy or even sustainability, but a new way to achieve economic success.

Emerson (2003), the father of the term "blended value", states that in recent years we have witnessed a significant increase in senior mainstream executives discussing the social and environmental performance of their companies, but not as a tool for PR and marketing campaigns but as a strategy to increase the total value of their companies and increase discussions among different groups of investors (corporate, philanthropic / social) how to track and assess the value of non-financial results of capital investments. These new processes "are part of an emerging set of

new institutions, methodologies and equity instruments capable of maximizing this value."

According to him, the current investment framework is divided into two extremes - investors seek to either "do well" or "do goos", ie. seek financial benefit or gratuitous benefit. The current understanding of investment and return is based on the traditional division in value creation - social versus economic value. "This understanding is inherently wrong," Emerson said.

He further develops his views by saying that this is a dissonance, a false dichotomy that seeks to make an investment choice, even though half of the investment information is "on the table and only half of its true value is considered".

The literature review concludes that modern investment in blended value projects requires investors to think of investing as a "unified investment strategy - an approach to financial asset management that maximizes not only economic performance and return, but also social and environmental impact"(Bonini, Emerson, 2005). Another challenge is that there is no generally accepted set of approaches and methods to assess the effectiveness of non-financial aspects of both organizations and investment funds. In addition to the prevailing thinking that imposes the traditional view that non-profit organizations create purely social and environmental value, and commercial companies create only financial value, there are a number of other challenges such as designing appropriate equity instruments, uncertainties about how best to the financial and organizational results are assessed, how to create an effective state policy, tax and regulatory environment for the new type of investors in blended value.

1.3. Theoretical foundations of the triple-bottom line (TBL) concept and its impact on the paradigm for evaluating investment projects.

The third paragraph presents the concept of the triple-bottom line, which argues for the importance of the relationship between the economic results of the company and its effectiveness in social and environmental aspects.

Its goal is to increase the value of the company, while creating value for all stakeholders (contractors), creating value for society by contributing to critical social issues and using an approach consistent with the principle of pyramid business development.

When we talk about the term "triple-bottom line", the name of one author comes to the fore - John Brett Elkington.

In his work "Cannibals with forks. The triple-bottom line of 21st century business ", Elkington (1997) institutionalizes the concept of the triple-bottom line by refracting it through the prism of the corporate sector and capitalism, which have the opportunity to build on the current mainstream environment by incorporating"

sustainability" into their business model. It proposes seven "revolutions" that, when taken into account by companies, will lead to synchronization and harmonization between the pursuit of profit and the achievement of social and environmental justice. This balance is presented as a triangle with three key elements - people, planet, profit, the so-called 3 P (people, planet, profit).

This paragraph summarizes that the concept of a triple-bottom line implies and expands the paradigm for evaluating investment projects. The evaluation should include more in-depth data collection and should broaden the vision of effectiveness beyond financial parameters alone.

CHAPTER TWO. METHODOICAL AND METHODOLOGICAL BASIS OF THE RESEARCH.

The second chapter presents the methodical and methodological foundations of the research. The first paragraph presents the methodical tools used.

2.1. Methodical tools

To prove the research thesis and the depth of the present work, a variety of scientific tools have been used - analytical, systematic, historical, conflictological, dialectical, comparative and field method.

An analytical and systematic method were used to trace the typology of the social enterprise and its place in the economic environment. They are appropriate for the purposes of the study because, as a relatively new economic unit, social enterprises embody elements from different sectors of the economy, which should be considered as independent and autonomous manifestations of the "behavior" of social enterprises as economic entities. At the same time, the various disparate elements form a new system of characteristics, which through the use of the systematic method reveal the essence of social enterprises as a hybrid form of money fund management.

Methodologically, the research is based on a historical and conflictological method. The historical approach examines the emergence and development of the concepts of social enterprise, triple-bottom line, blended and shared value. The formation of social enterprises as an economic category arises under the influence of various social, environmental and economic circumstances, which in parallel with the clearing of theoretical statements in science about the role of the new economic category, lead to historical qualitative and quantitative accumulations of knowledge. as a new investment entity in real assets.

The use of the conflictological approach is necessary due to the complexity and multidimensionality of the topic and the need to synthesize many different connections and relationships in the activities of social enterprises. Being positioned as a hybrid form of economic activity, social enterprise and conceptually and

empirically, through the conflictological approach, reveals the conflictological relations and relationships of the seemingly opposing goals - to create a synergistic effect of simultaneous formation of environmental, social and economic value when investing in real assets.

The dialectical method is applied to reveal how opposing phenomena and processes that are in conflict (struggle) with each other are actually one. The dialectic was used in the review of methods for valuing investments in real assets in the corporate, government and non-governmental sectors. Apparently there is a conflict between presumed contradictions, the resolution of which is an impossible task, but considering the methodological foundations and practical application of each of the evaluation methods, common features are identified that bring new postulates in evaluation leading to relative unity.

The multidimensionality of the issues addressed in the study implies the need for comparability of different processes, phenomena and empirical characteristics. The comparative method in the dissertation is applied in the analysis of discount rates and valuation methods used by appraisers in different sectors of the economy and the appraiser paradigm.

A survey was used from the so-called field research methods. The survey method was used to empirically study the stage reached in the process of valuing investments in real assets, creating a triple-bottom line, the methods used, investment motives and in general - the attitude of the appraiser to the changing valuation environment.

2.2. Methodological framework of the research.

The second paragraph presents the methodological framework of the study of methods for valuing investments in real assets in and from social enterprises, creating blended value in several aspects - theoretical, methodological and analytical.

The methodological framework of the study includes:

1. Literary review of the concept of social enterprise and the concepts of blended value and the creation of a triple-bottom line:
 - ✓ Literary review of the concept of social enterprise;
 - ✓ Theoretical foundations of the concept of tripple-bottom line (TBL) and its impact on the paradigm for evaluation of investment projects, constraints, criticism;
 - ✓ Literary review of approaches and methods for valuing investments in real assets in and from social enterprises creating blended value
2. Evaluation of approaches and methods for valuation of investments in real assets in and by social enterprises creating blended value.

- ✓ Literary review of traditional approaches and methods for valuing investments in real assets, typical for the corporate sector
 - ✓ Literary review of approaches and methods for valuation of investments in real assets, typical for the public and non-governmental sector
 - ✓ Identification of groups of methods for valuation of investments in real assets, typical for the public and non-governmental sector
 - ✓ Choice of method for valuation of investments in real assets, creating a triple-bottom line based on selected criteria
 - ✓ Derivation of a modified model for valuation of investments with triple-bottom line, which is practically applied in an existing enterprise.
3. Determining the discount rate of investments in real assets in / from social enterprises (investments with triple-bottom line):
 - ✓ Literary review of approaches and methods for calculating the required rate of return in the corporate sector;
 - ✓ Literary review of approaches and methods for calculating the required rate of return in the public and non-governmental sector;
 - ✓ Literary review of used empirical discount rates in the public and non-governmental sector.
 4. Taking into account the risk when determining the discount rate in the public (non-governmental) sector and in investments that create a triple-bottom line.
 5. Analysis and evaluation of the Bulgarian and world practice in the used approaches and methods for evaluation of investments in real assets, creating blended value (triple-bottom line) and the method Social rate of return (SROI).
 6. Derivation of practical calculations when applying a modified model for evaluation of investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an active social enterprise).

The exposition provides an overview of the concept of "social enterprise", analysis of the main characteristics of the social enterprise, the reasons for its emergence as an economic category, its place among other economic entities.

Due to its diversity and the specifics of the methodology for assessing the impact of environmental and social effects and, more importantly, the value that is created, for the needs of this work requires a detailed classification of methods used by public and non-governmental sector to differentiate this group of methods and subsequently individual methods that meet the requirements for evaluation of investment projects in real assets creating blended value, and reliability, monetization of all results, value evaluation (expressed in monetary terms), applicability, systematicity. The classification technique is based on defining classification criteria, defining groups of methods based on the criteria, allocating

each method by criteria and groups, and identifying a group of methods that are of interest in this thesis and meet the requirements for investment evaluation.

A wide range of evaluation methods in the public and non-governmental sector was studied, followed by a 4-stage selection process to identify a set of methods to be examined in detail and classified.

At the first stage, 179 methods used in the public and non-governmental sector for decision-making concerning investments, projects, programs and other interventions, characterized by a great variety and specific niches for use, were studied.

In the second stage, each of the 179 methods is analyzed in terms of the stakeholder group for which it is intended, the purpose and the sector. As a result of the screening based on the above criteria at this stage, 127 methods were identified to be the subject of subsequent in-depth analysis.

In the third stage, a follow-up selection was made based on 4 key criteria:

- 1) the ability of the method to be used to make an informed decision on an investment proposal creating a three-component value;
- 2) essence of the method - descriptive or searching monetary (or alternative) measure;
- 3) universality of the method;
- 4) the function it performs: leading or auxiliary.

As a result of the analysis of 127 methods, 50 of them were determined as the object of final research.

The other methods are not of interest for the thesis, as they have the following disadvantages:

- Represent indices and scales with data for certain environmental and social information, which in themselves are not methods for making investment decisions, but can be used as a source of data;
- In essence, the methods are mainly descriptive and very clearly describe the "history" of the investment, program, intervention, but do not give weight to the monetary measure as a tool for determining the value that is created;
- Designed for many specialized segments such as crime, education, behavior, etc. and this does not allow their use of universally valid and universal methods;
- Perform an ancillary function - can be used to prove the importance of the investment decision, but not to determine which solution to choose.

At the 4th stage, the identified 50 methods are subject to final classification based on specific criteria and a detailed description of the methodology of each method.

After a thorough analysis of the methods used in the “third” and public sectors, the author refers to Maas and Liket (2011), who developed a comprehensive classification framework for the methods in these two sectors. Their work uses the work of Clark et al. (2004) and Schaltegger et al. (2000).

Based on the classification framework of Maas and Liket (2011), as a result of their own study of the methods used, the 50 defined assessment methods are distinguished by the following criteria: goal, time frame, time frame horizon, scope and approach.

Based on the set criteria, the exposition presents a method - social rate of return (SROI) - which is the subject of detailed analysis and based on the identified shortcomings in its application, the author proposes a modified method, which is tested in an existing company and would have a wider application, especially in corporate circles.

In this context and in order to prove the thesis of the dissertation, the author conducted an empirical study among Bulgarian and foreign university professors and researchers, financial and environmental and social experts, evaluators, auditors, corporate and social entrepreneurs, local government officials, bankers and others, which seeks to trace the need for change, upgrade (or lack thereof) in the paradigm for investment evaluation concerning the methods of evaluation of projects with triple-bottom line. The limited and even lack of such research not only in Bulgaria but abroad motivated the author to undertake the empirical study with the main goal: to conclude whether the current mainstream methods for assessing investment in real assets in the corporate and public sector are the only applicable or they need to be upgraded or entirely new ones should be used.

According to the author, if the empirical study proves the need to upgrade (derive) new methods for valuing investments of companies of blended value, the results of the study will have practical application in the following areas:

- deepening of the research of investment processes for the growing niche of the companies with triple-bottom line (social enterprises);
- a reference point will be built for other authors and researchers to upgrade, adjust or develop new models for valuing investments in real assets of companies with triple-bottom line (social enterprises);
- the thesis of the author, laid down in the justification of the dissertation, will be proved.

The main goal of an empirical survey conducted among 109 Bulgarian and foreign respondents (86 respondents through a questionnaire and 23 through online discussions in LinkedIn groups and direct online contacts) is to provide answers not only about the methods used to evaluate investments in real assets with triple-bottom

line, but also to provide answers to key questions related to the nature of social enterprises, the added value they create (or do not create), the attitudes towards investing in social enterprises and the motives for investing in a triple-bottom line and the possibility of financing this type of projects.

The questions in the survey are asked in such a way as to enable the respondents to answer according to their expertise and not to limit the possibilities for answering or to direct the question to a certain direction of judgment. The aim is maximum objectivity to prove the thesis.

The empirical study was carried out in 3 stages: first period: 2014-2015, second: 2016-2019, third: 2020-2021.

The survey was sent to respondents who were selected based on experience and knowledge on the topic.

The survey also looks for different geographical representations in order to gather the most relevant and useful information to support the subsequent analysis of the data. One of the main goals of the sought wide geographical scope is to avoid potential limitations in the answers caused by the different levels of development of social entrepreneurship in different countries, hence the theoretical and practical experience in evaluating investment projects in real assets creating a triple-bottom line.

Also, the analysis of the used evaluation methods shows that in the corporate world there is a relative lack of modeling of new approaches and methods and relies on established ones. In contrast, in the non-governmental sector, there are a variety of methods, including specialized ones that are initially used only for internal purposes of organizations, to assess the borrower and his/her project by so-called ethical banks, the SROI method developed for of REDF, but later became the subject of development and upgrading by other organizations and others. This diversity largely explains the different and sometimes contradictory results of the investment evaluation of social enterprise projects. The use of different methods by researchers and evaluators allows for the inclusion of different input parameters, which can lead to different incomparable results.

The lack of a standard for defining the scope of input parameters for environmental and social impact, population groups that benefit from an investment project with a triple-bottom line, the evaluator's assessment of "saved" public spending leaves room for a significant dose of subjectivity to choose a method for evaluation.

In order to eliminate as much as possible the problem of subjectivity, the author confirms his view that empirical research should cover a wide range of experts and specialists with a wide geographical scope.

The questionnaire is a combination of closed and open questions.

Taking into account the mentioned limitations and the set goals of the research, seventeen questions are included in the final questionnaire. Twelve of them are designed to provide detailed information on the motives for social entrepreneurship, funding options, the added value of this type of company and investment in the context of the dissertation.

Due to the specific niche of the investment design paradigm related to the evaluation of investment with a triple-bottom line, the survey does not claim to be exhaustive, but is a good basis for further research and analysis. At the same time, it allows to draw conclusions and arguments in favor of the given thesis, goals and objectives of the dissertation.

The main sources used in this study are scientific papers and monographs of Bulgarian and foreign authors, publications in specialized publications, summarized opinions and opinions from scientific conferences, proceedings, and information from the Internet.

CHAPTER THREE. EVALUATION OF APPROACHES AND METHODS FOR EVALUATION OF INVESTMENTS IN REAL ASSETS IN AND FROM SOCIAL ENTERPRISES CREATING MIXED VALUE

The third chapter reviews, analyzes and evaluates the approaches and methods for valuation of investments in real assets in and from social enterprises, creating blended value and the discount rate, chooses a valuation method and presents the results of the survey

3.1 Review and evaluation of approaches and methods for valuing investments in real assets in and from social enterprises creating mixed value

Investors in social enterprises and/or managers of social enterprises face significant difficulties in determining the appropriate approaches and methods for valuing investments in real assets. The question arises: what would be the most appropriate approaches and methods for determining the monetary form of value. The difficulty stems from the hybrid status of social enterprises that create value beyond the traditional understanding and respectively the use of approaches and methods from the three sectors of the economy, which in certain situations may indicate opposite results due to the specifics of the sector used.

The internal contradiction in the existence of the social enterprise in terms of seemingly incompatible values it creates (economic, social and environmental) predetermines a broader analysis of existing approaches and methods for evaluating investment projects in the three sectors of the economy - private, public and non-governmental.

The exposition provides an in-depth analysis of existing evaluation approaches and methods, aiming at deriving the approach (s) and method (s) that are most appropriate for use by stakeholders related to the management of social enterprises or external investors seeking a triple-bottom line from their investments.

3.1.1. Traditional approaches and methods for valuing investments in real assets, typical for the corporate sector.

Valuation approaches and methods in the corporate sector are classified on the basis of 2 criteria: whether the investments are for direct acquisition of assets (machinery, equipment, facilities, buildings, etc.) or for indirect acquisition of assets (purchase of an entire company).

Each of the approaches considered for the sector has a toolkit of methods that are used depending on the context of the appraiser and depending on whether they are for direct or indirect acquisition of assets (purchase of entire enterprises).

Lenkov (2008) derives 3 main universal approaches to valuing investments in real assets:

- asset-based approach;
- income-based approach;
- market comparison approach.

The asset-based approach is applicable to indirect asset acquisition, ie. when estimating the value of an entire enterprise (for investments for the purchase of an entire company).

The approach includes two methods: net asset value and asset liquidation value.

The income-based approach is based on the view that the value of the enterprise is a function of the amount of its income (net cash flows), ie. the difference between income and expenses from the activity, taking into account the growth and distribution of income over time, risk and value of money over time. It is suitable for valuation in direct and indirect investment in real assets.

Two main methods are applied to the approach: the method of discounted future income and the method of capitalized income

The market comparison approach uses "analogue undertakings" and "market ratios" to determine the value of an undertaking compared to a similar one that has already been sold. Analogue companies are being sought on the basis of certain ratios.

The main methods of this approach are:

- ✓ P / E - price / net profit;
- ✓ P / BV - price / book value;
- ✓ P / DIV - price / dividend;

- ✓ P / CF - price / cash flow;
- ✓ P / E - price / net profit.

❖ **Investment valuation methods for direct acquisition of assets**

Most of the real assets of the companies, such as machinery, equipment, buildings, are acquired within the activities of the company itself. This type of investment is defined as "direct asset acquisition".

The main approach used in the direct acquisition of assets is the income-based approach.

Alexandrova (2011) classifies two main groups of valuation methods as the criterion of whether the time value of money is taken into account over time or not. Both types of methods are static and dynamic.

Static methods are easier to use, but also less accurate, as they compare cash flows that are actually incompatible due to not accounting the time value of money. In order to overcome this shortcoming, the so-called "one-period evaluation methods" are being formed. They are based on information from a conditional analytical annual reporting period by calculating average annual revenues and expenses. On this basis, the average annual profit of the project is calculated. Other attempts to overcome the main disadvantage of static methods are made by using net cash flows or by covering the financial effect for the entire investment period. Overall, however, they remain quite inaccurate.

Dynamic methods are based on the discounting of cash flows, through which they become comparable with each other. Unlike static ones, they are significantly more accurate, which is why they are preferred when performing the financial analysis of the respective capital investment project.

Types of static and dynamic assessment methods

The group of static assessment methods includes:

- payback period method;
- method of the average annual rate of return on capital;
- method of the number of turnovers of the invested capital;
- method of relative profit;
- minimum cost method;
- method of comparing analytical profit.

Dynamic methods include:

- net present value (NPV) method;
- method of internal rate of return;
- method of modified internal rate of return;
- income-cost method;
- profitability index method;

- annuity method;
- disputed payback method;
- net future value method.

❖ **Investment valuation methods for indirect asset acquisition.**

Investments for indirect acquisition of assets are aimed at purchasing a controlling share from an operating company.

In this type of investment, the leading approach is again the income-based approach.

Dimitar Nenkov (2008) groups the main methods for valuing investments for indirect acquisition of assets in 3 models:

- Models for direct assessment of equity based on discounted cash flow models.
- Enterprise valuation models based on discounted cash flows.
- Models for estimating real options based on discounted cash flows.

Direct equity valuation models based on discounted cash flow models.

The valuation methods included in this model are: the method of discounted dividends (DDM) and the method of valuation of equity based on discounted cash flows,

Both methods are aimed at calculating the value of equity by discounting the net cash flows to shareholders with the specified discount rate (return) on equity.

In them, the value of the company is equal to the sum of the estimated value of equity and interest-bearing debt, first calculating the value of equity.

The difference between the two methods is that in the method of discounted dividends (DDM) the net cash flows for shareholders are the dividends themselves, and in the second method - the free cash flows for shareholders.

Enterprise valuation models based on discounted cash flows.

The main methods for these models are:

- ✓ adjusted value present value (APV) method;
- ✓ method for estimating entire enterprises based on discounted cash flows;
- ✓ method of economic profit.

What the three methods have in common is that they determine the value of a company by estimating the value of the company's own assets. The assessment is based on operating net cash flows for investors (FCFI).

In this group of methods, the value of equity is not calculated directly, but as the difference between the calculated value of assets and the interest-bearing debt of the company (unlike the first group of models).

Models for estimating real options based on discounted cash flows.

The methods included in the models for valuation of real options based on discounted cash flows are aimed at making decisions on the termination of certain

production activities, closure of enterprises, development of new resources, opening of new productions.

This type of methods are relatively new and are considered as modified variants of the methods from the previous two groups of models. They are not the subject of this study, as they are out of focus of the object and subject of study.

3.1.2 Approaches and methods for valuing investments in real assets in the public and non-governmental sector.

For the last 30 years in the state and the so-called third (non-governmental) sector a number of methods have been developed (or existing ones have been modified) that evaluate an investment project or program in the required 3 directions - financial, social and environmental. There are also methods that manage to establish themselves as methods for a comprehensive assessment of the total, blended value (not only a limited assessment of the impact of the effects) of an investment project in real assets. Newly developed methods help companies to make the "invisible" results of environmental and social outcomes more tangible, so that investment decisions can be made in line with environmental and social realities and all aspects of value created by investment projects are presented to shareholders. They are developed by for-profit companies, government institutions or non-profit NGOs and are used in all sectors - private, government, non-government. The most significant example of a new method developed, which was originally developed for non-profit organizations and is currently used more and more by companies, is the SROI - Social Return on Investment Method.

The assessment methods used by the public and non-governmental sectors still cannot escape the narrow limits of impact assessment. For the most part, they are descriptive, used to track, tell the "investment story", but not strictly follow the corporate practice of commercial companies.

This limitation predetermines that many of them are in fact methods for assessing the impact itself and do not give a clear answer as to whether to implement an investment proposal in real assets.

The exposition of the dissertation presents in detail individual characteristics and features of the methods for valuation of investments in real assets, typical for the public and non-governmental sector.

3.1.3. Choice of method for valuation of investments in real assets, creating a triple-bottom line based on selected criteria.

Based on the defined criteria, the author accepts the classification of Maas and Liket (2011) on the characteristics of each method according to the defined criteria, supplementing 20 methods that are not covered by their study, but are essential for the present thesis.

Table 1. Summary of evaluation methods

Criteria	Types (groups) of methods	1. Акумен система за оценка (Acumen System)	2. Компас на Аткинсън на оценка за инвеститори (Atkinsson Compass)	3. Балансирана карта за оценка (Balanced Scorecard / BSC)	4. Най-добра благотворителна опция (Best Available Charitable Option)	5. BoP Рамка за оценка на въздействието (BoP Impact)	6. Система на Филантропски центъра за въздействието – разход на въздействие (Center for Habit)	7. Метод за оценка на представянето (Charity Assessment Method of)	8. Метод на инвестиционната балонна графика (Foundation)	9. Очакваната норма на възвръщаемост на фондацията (Foundation)	10. Местен икономически мултипликатор (Local Economic)
Purpose	Screening						√			√	
	Monitoring						√			-	
	Accountability						√			-	
	Evaluation						√			-	
Time frame	Preliminary						√			√	
	Current						√			-	
	Retrospective						-			-	
Time frame horizon	Short-term						√			√	
	Long-term						√			-	
Scope	Micro (individuals)						√			√	
	Meso (business)						-			-	
	Macro (society)						√			√	
Approach	Process						√			√	
	Impact						-			-	
	Monetizing						-			-	

continue

Criteria	Types (groups) of methods	11. Рамка за измерване на въздействието (Measuring Impact)	12. Одит на целите на хилядолетното (Millennium Development Goal scan)	13. Набор от методи за измерване на въздействието (Measuring Impacts)	14. Текуща оценка на социалните въздействия (Ongoing Assessment of)	15. Метод за оценка на активното въздействие (Participatory Impact)	16. Метод за оценка на въздействието на бедността (Poverty Social Impact Assessment (PSIA))	17. Система за оценка на публичната стойност (Public Value Scorecard)	18. Коэффициент „Поли/Разход“ на фондация „Robin Hood“ (Robin Hood Foundation Benefit-Cost Ratio)	19. Анализ на социалната съвместимост (Social Compatibility)
Purpose	Screening						√		√	
	Monitoring						-		-	
	Accountability						√		√	
	Evaluation						√		√	
Time frame	Preliminary						-		√	
	Current						-		√	
	Retrospective						√		√	
Time frame horizon	Short-term						√		√	
	Long-term						√		√	
Scope	Micro (individuals)						√		-	
	Meso (business)						-		-	
	Macro (society)						√		√	
Approach	Process						√		√	
	Impact						√		√	
	Monetizing						-		√	

continue

Criteria	Types (groups) of methods	20. Социален анализ „Разходи/Ползи“ (Social Costs-Benefit Analysis (SCBA)	21. Социален анализ на ефективността на разходите (Social Cost-Effectiveness Analysis (SCEA)	22. Социален оценител (Social Footprint)	23. Метод на социалния отпечатък (Social Footprint)	24. Метод за оценка на социалното въздействие (Social Impact Assessment (SIA)	25. Метод за оценка на социалната възвръщаемост (Social return Assessment (SRA)	26. Социална норма на възвръщаемост (Social return on Investment (SROI)	27. Метод на социално-икономическа оценка (Socio-Economic Assessment Toolbox (SEATB))
Purpose	Screening	√	-	-	√	√	√	-	-
	Monitoring	-	-	√	√	√	√	√	√
	Accountability	√	√	√	√	√	√	√	√
	Evaluation	√	√	√	√	√	√	√	√
Time frame	Preliminary	√	-	-	√	√	√	-	-
	Current	√	-	√	√	√	√	√	√
	Retrospective	√	√	√	√	√	√	√	√
Time frame horizon	Short-term	√	√	√	√	√	√	√	√
	Long-term	√	√	-	√	-	-	√; - *	-
Scope	Micro (individuals)	-	-	√	√	-	√	√	-
	Meso (business)	-	-	-	√	-	√	-	√
	Macro (society)	√	√	0	√	√	√	0	√
Approach	Process	√	√	√	√	√	√	√	√
	Impact	√	-	0	-	√	-	0	-
	Monetizing	√	√	√	-	-	√	√	-

* REDF's SROI uses a perpetuation period (eternity) and nef a 5-year period.

continue

Criteria	Types (groups) of methods	28. Метод на добавената стойност на заинтересованите страни (Stakeholder Value Added (SVA))	29. Инструментарий за анализ на устойчиви предприятия в развиващите се страни (Toolbox for Analysing Sustainable Ventures in Developing Countries)	30. Монитор Wellventure (Wellventure Monitor)	84. SROI на Шампиони на общността (Community champions WCC SROI)	92. SOCIAL capital partners социално адаптиран лихвен процент (Social capital partners socially adjusted interest rate)	93. Устойчив ЖИВОТ (sustainable livelihoods)	94. Стандарти за отчитане на въздействието и инвестиции (Impact reporting and investment standards (IRIS))	95. Социално въздействие за местните икономики (Social Impact for Local Economies (SIMPLEs))
Purpose	Screening	-	√	-	-	-	√	-	-
	Monitoring	-	√	-	√	√	√	-	-
	Accountability	-	√	√	√	√	√	√	√
	Evaluation	√	√	√	√	√	-	-	-
Time frame	Preliminary	-	√	-	-	-	√	-	-
	Current	-	-	-	√	√	√	-	-
	Retrospective	√	√	√	√	√	-	√	√
Time frame horizon	Short-term	-	√	-	√	√	√	√	√
	Long-term	-	√	√	-	√	√	-	-
Scope	Micro (individuals)	-	√	√	√	√	-	-	-
	Meso (business)	√	√	√	-	-	-	-	√
	Macro (society)	-	√	√	0	-	√	√	√
Approach	Process	√	√	√	√	√	√	√	√
	Impact	-	-	-	0	-	-	-	√
	Monetizing	√	0	-	√	√	-	-	-

continue

Criteria	Types (groups) of methods	113. Инструмент за анализ на благотворителността (Charity analysis tool (CHAT))	114. Подходът на DALBERG (Dalberg approach)	115. Система за проследяване на резултатите на развитие (Development outcome tracking system (DOTS))	116. Екологичен отпечатък (Ecological footprint)	117. Система за отчитане на екологичната ефективност (Environmental performance reporting system (EPRS))	118. Сертификация за честна търговия (Fair trade certification)	119. НРП въздействие на човека + рамка за печалбата (human impact + profit framework НРP framework)	120. Лидерство в сертифицицията за енергетика и проектиране на околната среда (Leadership in energy and environmental design certification (LEED))	121. Система за управление на портфолио данни (Portfolio data management SYSTEM)
Purpose	Screening	√	√	√	-	√	√	√	√	√
	Monitoring	√	√	√	-	√	√	√	√	√
	Accountability	√	√	√	-	√	√	√	√	√
	Evaluation	√	√	√	√	√	-	√	-	√
Time frame	Preliminary	√	√	-	-		√	-	√	√
	Current	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Retrospective	√	√	√	-	√	√	√	-	-
Time frame horizon	Short-term	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Long-term	-	-	√	√	√	-	-	√	√
Scope	Micro (individuals)	√	-	-	√	-	-	-	-	-
	Meso (business)	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Macro (society)	√	-	√	√	-	-	-	-	-
Approach	Process	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	Impact	√	0	√	√	-	-	√	-	-
	Monetizing	-	√	√	-	√	-	√	-	√

continue

Criteria	Types (groups) of methods	122. Напредък на индекса на бедността (Progress out of poverty index (PPI))	123. Политическа възвръщаемост на инвестиции (Political return on investment (PROI))	124. Истински показатели на успеха в заетостта (RISE) и постоянна оценка на социалните въздействия (Real indicators of success in employment (rise) and ongoing assessment of social	125. Социален рейтинг (SOCIAL RATING)	126. Метрики за социална стойност (Social value metrics)	127. Моделът на TRUCOST
Purpose	Screening	-	√	-	√	√	√
	Monitoring	√	√	√	√	√	√
	Accountability	√	√	√	√	√	√
	Evaluation	√	√	√	√	√	√
Time frame	Preliminary	√	√	-	-	√	√
	Current	√	√	√	√	√	√
	Retrospective	√	√	√	-	√	√
Time frame horizon	Short-term	√	√	√	√	√	√
	Long-term	√	-	-	-	-	√
Scope	Micro (individuals)	√	-	√	-	-	-
	Meso (business)	-	√	√	√	√	√
	Macro (society)	√	√	-	√	√	-
Approach	Process	√	√	√	√	√	√
	Impact	-	-	√	-	-	-
	Monetizing	√	√	-	-	√	√

* Source: Own research and Maas K., Liket K., 2011, Social Impact Measurement: classification of methods, working paper.

* legend: √ - yes, O - partially, - no

Choice of methods for valuation of investments in real assets, creating a triple-bottom line

The modern appraiser of investment projects in / from social enterprises has a serious choice - (1) to use traditional valuation methods that are based solely on financial value and ignore the other two components or (2) to use new methods that evaluate and value environmental and social effects and combines them with traditional ones, defining dichotomously and independently financial, environmental and social value and the result obtained for the total (blended) value to be a mechanical sum of the three components calculated by different methods or (3) to differentiate these methods from theory and practice, which largely within their essence consider the value of an investment project as a whole (in three components), can transform financial, environmental and social effects (impact) into a monetary unit and evaluate the investment . The latter group accumulates such methods that systematically intertwine and combine activities for monetization and assessment of the value of the impact of social and environmental effects (impact measurement and performance methods) and methods for financial evaluation of the investment (traditional methods such as NPV, IRR, etc.).

It is stated that the monetization of the three-component value is this universal technique, which can be a starting point for the evaluation of investments in real assets seeking blended value for investors. Without a monetary measure of the value created by social enterprises, it is extremely difficult to establish a method that can be adopted by professionals in the corporate and non-governmental sectors at the same time. This is due to the clear demand for a "numerical" identity of value from funding institutions (from all sectors).

Based on the analysis of valuation methods in the non-governmental sector, 22 of them seek and use in their methodology monetization of value (and / or impact). After them, the available literature and practice bring a method that is widely popular among appraisers and professionals, meets modern requirements for assessing the total (blended) value, has practical application and is applicable in the corporate area. This method is Social return on Investment (SROI).

Although the creators of the REDF model stopped using it, SROI has emerged as the leading method when it comes to valuing investments with a triple-bottom line.

The author believes that the method has become established due to the use of methodology and assessment process, which is very close to the corporate sector, but at the same time sufficiently covers the requirements for environmental and social impact assessment.

SROI meets several key criteria - to assess the value of social and environmental effects (techniques from public sector methods), to rely on the approach to valuation (monetization) of impacts and to include in its methodology a financial assessment of the total value of investment in real assets (techniques from traditional financial valuation methods).

The adoption of the method by specialists from the three sectors requires SROI to be analyzed in detail and to define its advantages over other methods, as well as its shortcomings to determine whether SROI is a tool that builds-on the modern paradigm of evaluation and objectively leading method in evaluating investments from and in social enterprises, creating a triple-bottom line.

3.2. Determining the discount rate of investments in real assets with triple-bottom line.

The companies whose investment projects create a triple-bottom line embody the structure, processes, competencies of the corporate and public (and non-governmental) sectors. This predetermines the need to study the literature on the discount rates used for each of the sectors and to analyze the approaches and methods for calculating them. In addition, the arguments of social entrepreneurship scholars for the cost of capital (and relevant approaches and methods), which best reflects the specifics of blended value investment, will be considered.

In the case of companies creating a triple-bottom line, it has an even more significant role and the requirements for its proper definition are significant due to the specifics of the need to discount cash flows and effects generated by the three components of the project - economic, environmental and social.

In general, commercial companies have the ability to calculate a relatively accurate cost of capital based on current market data, historical returns on the company's projects or those of similar projects of other companies. However, the non-governmental sector does not have comparable market analogues to use in calculating an appropriate discount rate for the environmental and social return of the project, as well as significant practical experience in determining the cost of the organization's capital.

The peculiarity of the companies seeking additional effect from their investments in real assets is also reflected in the discount rate, which should reflect the economic part of the project and the environmental / social one. There are difficulties for the evaluators related to the practical aspects of the applied discount rates.

Review and evaluation of approaches and methods for calculating the required rate of return in the corporate sector.

Given that the required rate of return on investment reflects the alternative cost of invested funds in both aspects (cost of financial resources required for the implementation and return on alternative investments), the literature highlights two main approaches to determining the discount rate for corporate sector: weighted average cost of capital (cost of financial resources) and "risk-adjusted" rate of return (Nenkov, 2008).

3.2.1. Review and evaluation of approaches and methods for calculating the required rate of return in the public and non-governmental sector

Among the Bulgarian researchers Brusarski (2003, 2007) elaborates on the issue of public finances and points out the 4 main methods for calculating the social discount rate:

- the social rate of time preference (SRTP), which in the literature is also called the "consumer interest rate". This is the norm at which society is willing to give up one unit of current consumption in exchange for a certain higher consumption in the future;
- the social alternative cost of capital (also known as the "social rate of return on investment", SOC) - this is the marginal rate of return on investment in the private sector;
- weighted average of the two discount rates;
- the shadow capital cost method.

3.2.3. Empirical discount rates used in the public and non-governmental sector.

As a member of the European Union, Bulgaria complies with the recommendations of the European Commission on the discount rates used for the public sector. In addition, in November 2017 the National Assembly of the Republic of Bulgaria adopted an entirely new Law on Concessions, which enters into force on 01.01.2018 and transposes into Bulgarian legislation Directive 2014/23 / EU of the European Parliament and of the Council of 26 February 2014 year for awarding concession contracts. The new Concessions Act repeals the then existing Concessions Act and the Public-Private Partnership Act. The Concessions Act regulates the public-private partnership, in which an economic operator performs construction or provides services on assignment by a public body through a construction concession or a service concession.

In the Ordinance on the requirements for determining the financial and economic elements of the concession, adopted by the Council of Ministers № 83 of

22.05.2018, promulgated, SG, iss. 44 of 29.05.2018, in force from 29.05.2018 the requirements for the discount rates are defined:

- ✓ Art. 28., para 1, item 3: the financial discount rate is 4 per cent in real terms, except when another amount is justified;
- ✓ Art. 28., para 1, item 4: the socio-economic norm of discounting is 5 per cent in real terms, except when another amount is justified.

**Table 2. Summary of the used social discount rates
in several leading countries**

Country	Social discount rate (real)
European Union	5% for the Cohesion Fund countries and 3% for the other Member States
Bulgaria	5%
France	4% for projects up to 30 years and 2% after this period
Germany	3%
Italy	5%
Portugal	4%
Slovakia	5%
Spain	6% for transport; 4% for water
Sweden	3.5%
Norway	4% (formed by 2% risk-free rate and added risk premium of 2%) for projects up to 40 years and decreasing to 3% for a period of 40 years - 75 years and 2% thereafter
Malta	5.5%
Ireland	5%
The Netherlands	4%
Croatia	5.5% for public-private partnership
Great Britain	3.5% for projects up to 30 years, 3% from 31 to 75 years, 2.5% from 76 to 125 years.
United States (Environmental Protection Agency)	3%
USA (Office of Management and Budget)	7%
Australia	8%
Canada	8%
India	12%
Pakistan	12%
The Philippines	15%
New Zealand	10%
Japan	4%
China	8%

Source: Own study, EU commission (2014), Florio and Sirtori (2013).

3.2.4. Taking into account the risk when determining the discount rate in the public (non-governmental) sector and in investments that create a triple-bottom line.

The scientific literature on risk reporting in investments made by social enterprises is relatively limited. The main reason is the lack of a market benchmark against which to compare the different risk profiles of social investment and the ability to draw conclusions. The main authors on the topic are related to the activities of the REDF Foundation (already mentioned in the exposition), which is a pioneer in social investment. For the purposes of the present thesis, the author relies on the work of Emerson et al. (2000), which advocates alternative methods for incorporating the risk premium into the social cost of capital.

3.3. Analysis of the approaches and methods for valuation of investments in real assets, creating blended value (triple-bottom line) and the method Social rate of return (SROI) - survey

The analysis of the results of the survey is presented for each question separately in the form of graphs with accompanying interpretation and conclusions by the author.

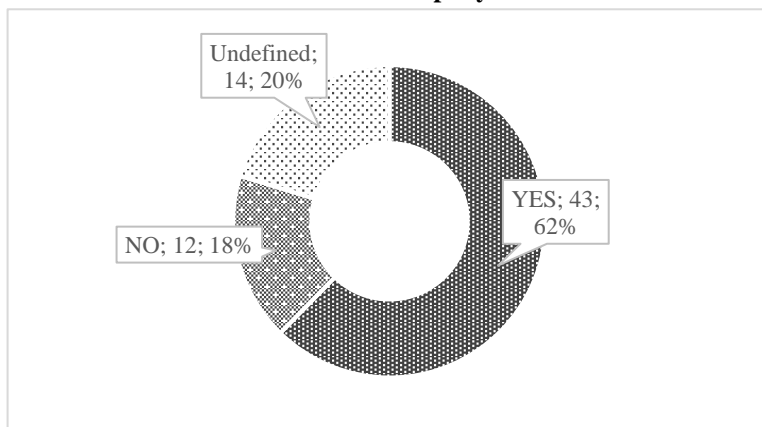
The calculations were made solely on the basis of the answers received. No-answer answers are not included in the data set.

The last two questions from the survey essentially test the author's thesis. The purpose of Question №16, Whether the respondents know / use / have heard of some of the listed methods is to determine to what extent the methods presented in the statement as potentially applicable in valuing investments in real assets assets creating a triple-bottom line are known among learn environments and corporate professionals (Error! Reference source not found.). The answers here point to those methods that are most used and even most popular in scientific and practical contexts.

The last question (№17) of the survey (Which of the above methods do you consider appropriate for the evaluation of social enterprises / investment projects implemented by social enterprises (other methods?)) seeks direct evidence of the author's thesis using an auxiliary list of methods for evaluation and it is possible to indicate another method.

The distribution of the answers to the question whether the respondents believe that the methods of estimating the value of a company creating a triple-bottom line or a "social enterprise" are or should be different from those for a traditional company evaluation show that 62% of respondents declare that the methods for estimating the value of a triple-bottom line enterprise or 'social enterprise' are or should be different from those for a traditional company.

Figure 1. Distribution of results for the need for a difference in the methods of estimating the value of an enterprise creating a triple-bottom line or "social enterprise" compared to those in the valuation of a traditional company



Source: own reseach

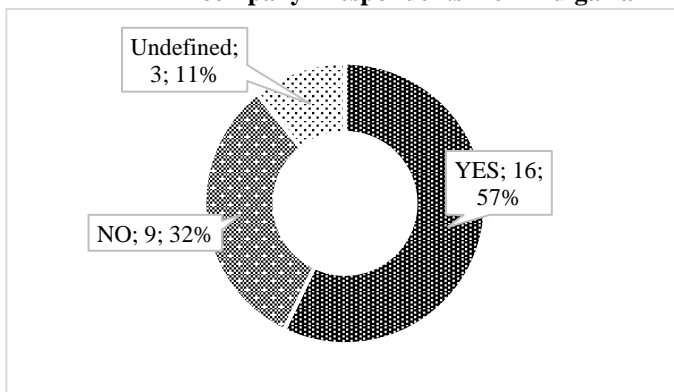
Again, there is a certain categoricalness in the answer to the question, which shows an awareness of the specifics of the value that social enterprises create. Respondents say that the methods should be different, which implies a distinction between the tools for evaluating traditional companies and those with a triple-bottom line.

The large number of indefined answers is impressive. The detailed analysis shows that 20% of the respondents were not able to define a definite answer by giving arguments for circumstances in which the methods should be different or suggested that a combined approach is possible - with traditional and other environmental and social methods for evaluation.

More than half of the Bulgarian respondents (54%) share a positive opinion on distinguishing the methods for assessing the value of social enterprises from the traditional ones (Figure 2).

The large number of "YES" answers speaks to the belief that the value of social enterprise is subject to a different approach to evaluation.

Figure 2. Distribution of the results for the need for difference of the methods for estimating the value of an enterprise creating a triple-bottom line or “social enterprise” compared to those in the evaluation of a traditional company - respondents from Bulgaria



Source: own research

The last question from the survey (Which of the above methods do you consider appropriate for the evaluation of social enterprises / investment projects implemented by social enterprises (other methods?)) seeks direct evidence of the author's thesis using an auxiliary list of evaluation methods (already analyzed in the exposition) and it is possible to show another method.

The survey provide 9 methods (forming 50% of the answers), suitable for estimating the value of social enterprises / investment projects implemented by social enterprises (Figure 3).

- ✓ Method of internal rate of return (17 answers);
- ✓ Net present value method (16);
- ✓ Methods based on income generation (discounted cash flows) (16)
- ✓ Social return on Investment (SROI) (15);
- ✓ Costs-Benefit Analysis (CBA / Social Costs-Benefit Analysis (SCBA) (14);
- ✓ Methods based on the net asset value (14);
- ✓ Profitability index method (13);
- ✓ Annuity method (12);
- ✓ Methods based on market comparisons (price / profit analysis) (12);

There is a significant paradox about the methods for estimating investments in real activities with a triple-bottom line, which the respondents indicated.

In the second question, 62% of respondents said that the methods of estimating the value of a triple-bottom line enterprise or a 'social enterprise' should be different

from those for a traditional company. At the same time, 7 of the methods recommended are typical and well-established for the evaluation of investments in a traditional (commercial) company and 1 (cost-benefit analysis) for public sector investments.

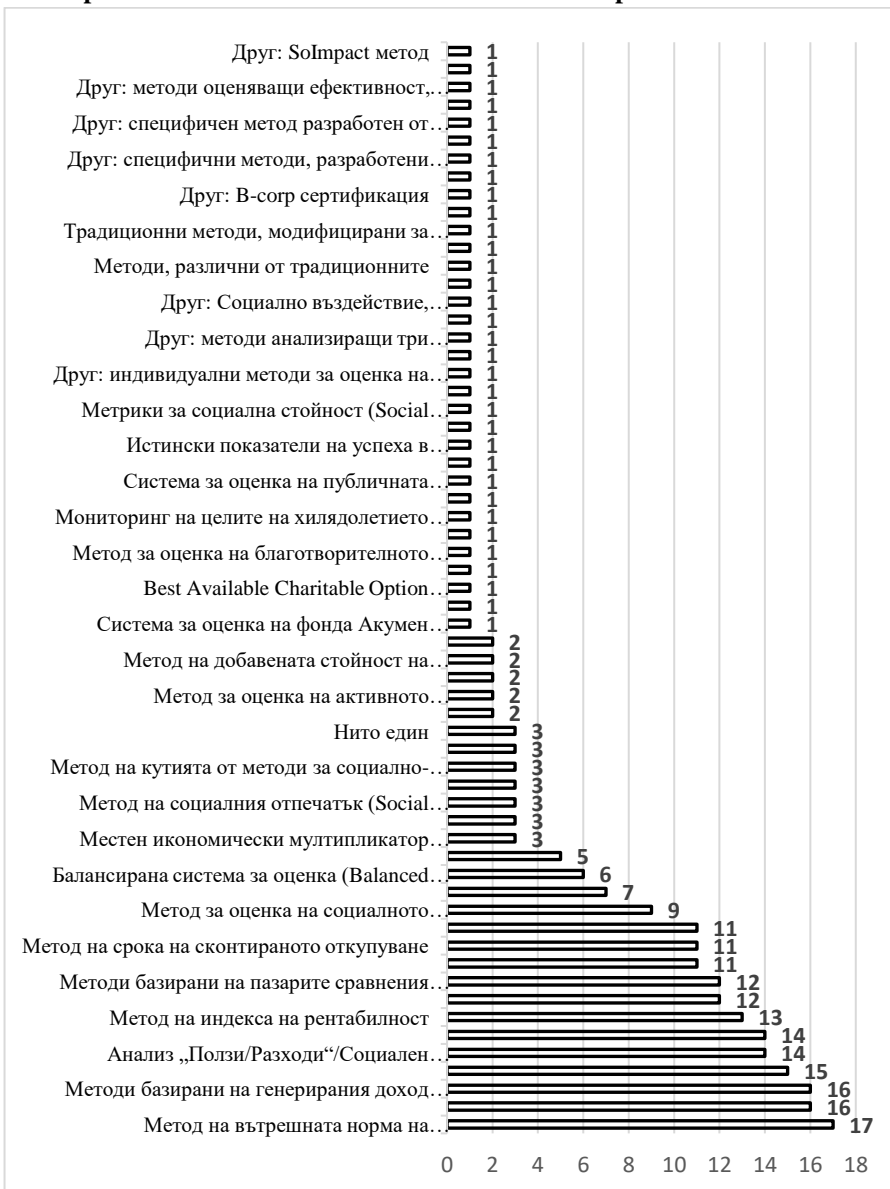
In this group of methods, the Social return on investment (SROI) method is "wedged", which is the 4th most recommended evaluation method and is intended for the evaluation of blended value projects.

In order to find an answer to the "paradox", additional talks were held with some of the Bulgarian respondents, to whom these results were presented.

The discussion confirmed the view that the methods for evaluating investments in the real activities of social enterprises should be different or at least to be constructed to "read" the environmental and social value that is created (along with economic value). At the same time, it was reported that the respondents do not have in-depth practical knowledge of methods other than those typical for evaluation in the corporate and public sector (cost-benefit analysis in particular). Thus the respondents indicated methods that are best known to them. The social return on Investment, in turn, is the object of theoretical knowledge.

A more in-depth analysis of the responses shows that the The social return on Investment (SROI) is recommended mostly by researchers and teachers (9 of the 15 responses in favor of SROI were given by this type of specialist). The explanation for this fact lies in the training and knowledge of scientists about this method, which is the subject of discussions and in a number of scientific conferences and seminars.

Figure 3. Distribution of the answers for the methods recommended by the respondents for evaluation of investments with triple-bottom line



Source: own research

Among Bulgarian respondents, there is some variation in the methods recommended for valuing blended value investments (Figure 4).

Figure 4. Distribution of the answers for the methods recommended by the respondents for evaluation of investments with triple-bottom line - respondents from Bulgaria



Source: own research

The methods that receive a little over 50% approval in Bulgaria are:

- ✓ Method of internal rate of return (13 answers);
- ✓ Net present value method (12);
- ✓ Profitability index method (11);
- ✓ Cost / Benefit Analysis / Cost / Benefit Social Analysis (10);
- ✓ Methods based on generated income, discounted cash flows (10);
- ✓ Methods based on the net asset value (10);
- ✓ Methods based on market comparisons, analogues of the price / profit ratio (9);
- ✓ Revenue-cost method (8).

These answers confirm the "paradox" that although 57% of Bulgarian respondents believe that the methods of evaluation of social enterprise projects should be different from traditional ones, all 8 methods are such.

The peculiarity is that SROI is also recommended by Bulgarian specialists - 6 answers.

CHAPTER FOUR. MODIFIED MODEL FOR EVALUATION OF INVESTMENT PROJECTS WITH TRIPLE-BOTTOM LINE FOR INDIRECT ACQUISITION OF ASSETS

The fourth chapter presents the characteristics and features of the method Social return on Investment (SROI) and presents a modified model proposed by the author to evaluate investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an active social enterprise) based on discounted cash flows with its practical application.

4.1. Characteristics and features of the method Social return on Investment (SROI)

The detailed analysis of the methods for valuing investments in real assets with a triple-bottom line has brought the Social Return on Investment (SROI) as a method that has practical application in all sectors of the economy. However, its methodology and evaluation process are ambiguous and different organizations apply several approaches to SROI, which are the subject of ongoing analysis in development.

The method was developed by REDF (formerly The Roberts Enterprise Development Fund) in 1996, a non-profit organization that grants to a portfolio of non-profit agencies. REDF is developing SROI to determine the monetary value of companies in its portfolio.

The method combines a methodology of cost-benefit analysis - the method used by economists to evaluate non-profit projects and programs, as well as a

methodology of evaluation methods used in the private sector (Clark et al., 2004). In practice, SROI is a more accessible method for a wide range of users and stakeholders.

SROI is based on the discounted cash flow approach, which is widely used in the corporate sector to evaluate investments for indirect acquisition of assets, to assess equity and the value of the enterprise as a whole.

Some experts also argue that SROI is different from cost-benefit analysis, while others see it as a broad term used to cover various methodologies, including cost-benefit analysis (Scott, 2009).

Under the SROI, cost savings are seen as reduced public expenditure in monetary terms and increased public sector revenue in the form of additional taxes. SROI is essentially a method that estimates a firm's total value per unit of investment or project cost.

The practical application of SROI is the assessment of the current and retrospective social, environmental, economic and blended value created for society compared to the total investment for each of the social enterprises in the REDF portfolio.

Since 2000, REDF has not published any additional reports on SROI. Alternatively, they focus on measuring and reporting the social performance of enterprises in terms of the social impact on an individual's life, without monetizing the results or comparing them with the associated costs (Childress et al., 2010).

After REDF stopped to some extent to develop SROI, two relatively new organizations - SROI UK and the European SROI Network (ESROIN), continue to improve the SROI methodology and advocate for its use.

The reliability of the method is higher than most other methods currently used in the field of environmental and social assessment, as it is based on real data on the results and value of the enterprise. However, it has lower requirements than rigorous economic valuation analyzes.

Researchers identify the evaluation and communication of SROI as key benefits because "people want to make more strategic investments and better internal management decisions" (Scholten et al., 2006). SROI stimulates investments that not only increase the triple-bottom line for the investor, but also maintain or increase health and well-being related to the environment, community and individual.

The concepts of environmental and social return on investment, similar to the concepts in the corporate sector, compare a certain amount of money invested in a project to the benefits and positive cash flows generated by this investment. In SROI, 'S' indicates the existence of a social mission; "ROI" refers to the use of private sector methodology.

Modern SROI also deviates from traditional concepts of financial return by expanding the scope of stakeholders, looking for an answer "for whom" returns arise and "what" can be considered as return on business (Gair, 2002).

Cynthia Gair says that in creating the method, REDF is trying to quantify the "return" that accumulates throughout the community, not just that for a particular set of investors.

Definitions of SROI:

From the presentation so far it can be seen that SROI is a multi-component method covering elements of the methods of investment evaluation from the private, public and non-governmental sectors. This broadness implies that there is no single definition of it. The most popular definitions of SROI are from the New Economics Foundation (NEF), SROI Network (Social Value UK), London Business School and summarized by Wood and Leighton (2010).

New Economics Foundation (nef):

SROI is an analytical tool for measuring and reporting on a much broader concept of value. It includes the social, environmental and economic costs and benefits of decision-making, providing a better idea of what value is being created or destroyed. The SROI can determine the monetary amount of the social and environmental value it creates.

SROI Network (Social Value UK):

SROI is an approach to understanding and managing the impact of a project, organization or policy. It is stakeholder-based and provides financial value to important impacts identified by non-market stakeholders. The aim is to include values for people who are often excluded from markets under the same market conditions, expressed in monetary terms, in order to give people a voice in resource allocation decisions.

London Business School:

The SROI shows the value of the social and environmental impact that is created from a financial point of view. This makes it possible to weigh the social benefits against the costs of investment. SROI also offers a framework for exploring how change occurs as a result of an intervention, showing ways in which this can be improved. Through SROI we learn how value is created by an organization.

Disadvantages of the method Social return on Investment (SROI)

The main disadvantages of SROI are:

- ✓ Current approaches to SROI continue to depend on people and expertise; there is a lack of systematization and links to established information systems that can provide basic levels of reproducible data, data integrity and comparability (Gair, 2009).

- ✓ Data quality - this is a key element in the analysis of SROI. Despite the different approaches to SROI, there is agreement that access to quality data is essential for reliable SROI analysis.

An APHSA Innovation Center (2013) points out several other shortcomings of SROI, as the author further develops them:

- ✓ Reliability and validity - SROI analysis should be considered as a reliable and valid method or the conclusions generated by it can be rejected by key stakeholders.
- ✓ Existence of potential risks when using the SROI analysis for impact assessment - the literature on SROI warns of overexposure of the evaluation results, ie. a value that is not created is declared. This risks SROI being rejected or treated as invalid.
- ✓ The time horizon of the SROI analysis can affect the results - environmental and social impacts have a long-term horizon, which predetermines significant difficulties in forecasting after a period of 5-7 years. Improper justification and conclusions about the long-term impact of impacts can lead to large deviations in the assessment.
- ✓ Methodological problems related to bias and different perceptions of stakeholders, so that different amounts of social and environmental value within these calculations are likely to be obtained from different stakeholder perspectives (Luke et al., 2013).
- ✓ Determining monetary values for intangible effects - different assumptions are used for almost every analysis, which leads to different results that cannot be compared directly. Assumptions about which landmarks should be used influence the outcome of the analysis (Jönvik, Olsson, 2009).
- ✓ Not all benefits can be quantified, which can lead to loss of value due to lack of measurability.
- ✓ Significance of different inputs (resources) for the result - some organizations set different weights for different effects to show which are the most significant effects. Assumptions about the relative significance of the different effects influence the result of the analysis.
- ✓ Cost, time and skills - for most organizations time is limited and they do not have the opportunity to spend months or weeks researching the calculated SROI values. The cost of the analysis would be too high compared to the cost of most investment valuation methods.
- ✓ Lack of standards.

Different organizations use different variations and formulas to calculate SROI. Thus, the results of SROI cannot be compared between the projects of the

organizations. A standard is needed to calculate the SROI, which will facilitate the communication of the results.

Efforts to introduce some kind of standardization already exist, but are still under development (for example, The SROI Network's WikiVOIS database) (Rauscher et al., 2012).

- ✓ The methodology and basic principles of SROI create an internal contradiction in the model itself - at the heart of SROI is the monetization of social and environmental benefits and costs and their conversion to economic units.

The question arises whether monetization is always appropriate. How to value the effects of poverty, violence, segregation? Attempts to value this type of impact lead to doubts about the assumptions themselves - whether they are correctly defined, whether it is even possible to make monetary assumptions. This leads to a risk of losing credibility in the assessment.

- ✓ Legitimacy of the assessment.

In certain situations, social enterprises use SROI only to gain legitimacy, as the results of the method are needed to meet the expectations or requirements of funding institutions and the reality of their actions is "hidden" for the method numbers.

- ✓ Problems in determining the discount rate.

Combining processes and activities from the three sectors of the economy, the choice of a rate to discount investment cash flows is a key issue that does not have a single solution.

Organizations such as nef and The SROI Network (Social Value UK) use the percentage in The Green Book as a basis. REDF, for its part, refers to the Capital Assets Pricing Model (CAPM), which is specific to the private sector. Through CAPM, REDF takes into account the risk of each investment and calculates a risk-weighted rate.

4.2. Modified model for valuation of investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an operating social enterprise) based on discounted cash flows

Unlike the corporate sphere, where assessment approaches and methods have long empirical foundations, environmental and social value assessment methods do not have a uniform methodology, terminology and "lexicon" for interpreting the results.

In order to substantiate the dissertation thesis, the author considers that it is appropriate to present his "reading" of an investment evaluation framework with a proposed independent evaluation method, which without claiming to be universally accepted, at least to substantiate scientific experience to overcome part of the current problems in valuing investments with a triple-bottom line.

The evaluation model proposed by the author has been tested in a large operating enterprise of the paper industry in Bulgaria and for the purposes of the dissertation its practical application is considered through a sample investment project based on a real operating social enterprise registered in the register of social enterprises in Bulgaria.

The purpose of the model is to present a practical guide for calculating the blended economic-environmental-social value of a company, together with the created QUASI value, as well as to be a guide for project evaluation with environmental and social impact.

The model is fully applicable to the evaluation of a traditional company and project without environmental and social cash flows.

How does this model differ from traditional valuation methods from the corporate sector, the SROI method and other methods for valuing social enterprises, enterprises with a triple-bottom line and projects with environmental and social impact and value:

- ✓ The main and most significant difference is the change in the concept of understanding environmental and social cash flows. Within the model, they are considered as a separate part of the total trade cash flows, but at the same time are not separated as independent of the overall cash flow of the company.
- ✓ Blended (economic, environmental and social) cash flows are formed jointly and are an integral part of the overall commercial and economic activities of the company. Therefore, it is introduced in precise terminology for environmental and social cash flows.
- ✓ In order to show the direct connection with the activity of the company, the terms “ecological-economic cash flows” and “socio-economic cash flows” are introduced.
- ✓ The purpose of including the term "economic" in one with "social" and "environmental" is to give a clear scope of what is "environmental" and "social" cash flow within the company - these are blended monetary cash flows, which a company generates and which would not be generated if the company was not created for profit and at the same time with the idea of positive environmental and social impact.
- ✓ Blended (economic, ecological-economic and socio-economic) cash flows concern only the internal environment of the company, ie. not directly related to external stakeholders.
- ✓ For the impact that the company has on the external environment, having environmental and social commitment, the term "QUAZI environmental and social cash flows (QUAZI public benefits and costs)" is introduced.

- ✓ The term "QUASI" is used as equivalent to "almost", "approximately", ie. for the additional effects of the environmental and social activity of the company "Approximate environmental and social cash flows (Approximate public benefits and costs)".
- ✓ QUASI environmental and social cash flows (QUAZI public benefits and costs) show the environmental and social value created by the company for society (for the external environment, beyond the company).
- ✓ The distinction between "Blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows" and QUASI environmental and social cash flows (QUASI public benefits and costs) is a key factor is the correct separation of significant direct cash flows from operations (blended) and the side benefits that the company creates for society.
- ✓ This distinction helps to properly assess the value of the company, which is divided into three parts: 1) Blended economic-environmental-social value; 2) QUASI social value and 3) QUASI environmental value.
- ✓ The clear delineation of "Blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows" and "QUASI environmental and social cash flows (QUAZI public benefits and costs)" eliminates one of the main problems in assessing a social enterprise in terms of to investors looking for a financial return.

The model facilitates investors seeking financial returns, as it gives a clear assessment of the blended commercial value of the company and separately through QUAZI environmental and QUAZI social value shows the financial investor what added value the company creates for the outside area.

The model also facilitates investors seeking environmental and social returns, as it assesses the value of the company through 7 dimensions:

- ✓ generated economic cash flows;
- ✓ generated ecological-economic cash flows;
- ✓ generated socio-economic cash flows;
- ✓ the generated DIRECT QUASI social benefit for the society (direct social value for the society);
- ✓ the generated INDIRECT QUASI social benefit for the society (indirect social value for the society);
- ✓ the generated DIRECT QUASI environmental benefit for the society (direct ecological value for the society)
- ✓ the generated INDIRECT QUASI environmental benefit for the society (indirect ecological value for the society).

The model facilitates the appraiser and investors by automatically calculating the "alternative" value of the company (and / or the project) in case the company does not have "environmental-economic" and / or "socio-economic" cash flows.

The main questions to which the model seeks answers:

- ✓ WITHOUT the generation of economic cash flows, the independent environmental-economic and socio-economic cash flows would not cause the creation of significant value for the company?;
- ✓ At the same time WITHOUT the generation of environmental-economic and socio-economic cash flows, the value of the company is lower and a "net loss" is generated for the investor ?;
- ✓ The created QUASI environmental and QUAZI social value, together with the blended economic-environmental-social value, is an indicator of the TOTAL value that the company creates for internal and external stakeholders ("GENERAL public benefit") ?.

The term "TOTAL public benefit" is introduced - this is the monetary dimension of the value created by the company "Blended economic-environmental-social" and "QUAZI".

The explanations of the model, terminology and conclusions are fully valid for assessing the profitability of an investment project with economic, environmental and social cash flows for direct acquisition of assets (machinery, equipment, buildings, etc.).

Determining the required rate of return for investment projects with a triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an entire operating social enterprise)

To address the shortcomings of the nef and The SROI NETWORK (Social Value UK) approach, the author introduces the term "QUASI environmental and social cash flows (QUASI public benefits and costs)", which are distinguished from "blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows".

QUASI environmental and social cash flows (benefits and costs) show the additional benefits that the company creates for society and they are discounted with a social (environmental) discount rate. These QUASI flows would not exist if the company does not carry out both economic and environmental or social activities.

This distinction helps to properly assess the value of the company, which is divided into three parts: 1) Blended economic-environmental-social value 2) QUASI social value and 3) QUAZI environmental value.

Determining the required rate of return on blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows

Given that the required rate of return on investment reflects the alternative cost of capital when calculating the discount factor of economic, environmental-economic and socio-economic cash flows, the two main approaches of the corporate sector are applied: risk-adjusted rate of return and weighted average price of Capital (WACC).

Theoretical frameworks for determining the required rate of return of quasi-environmental and social cash flows

Based on a detailed analysis of the empirical discount rates used in the public and non-governmental sector, the author considers it appropriate to use 7 discount rates that best reflect the additional benefits to society (quasi social and environmental benefits and costs) (Table 3).

Table 3. Required rate of return of QUAZI environmental and social cash flows

1	Net return on US municipal bonds (after tax)	5.00%
2	The recommended socio-economic discount rate for the country determined by a normative act	5.00%
3	Socio-economic discount rate recommended by the European Commission (EC) for Cohesion Fund countries	5.00%
4	Socio-economic discount rate recommended by the European Commission (EC) for other Member States (outside the Cohesion Fund)	3.00%
5	Socio-economic discount rate recommended by the European Investment Bank (EIB) for EU countries	3.50%
6	Socio-economic discount rate recommended by the European Investment Bank (EIB) for non-EU countries	5.50%
7	The socio-economic discount rate recommended by The HM Treasury Green Book	3.50%

Each of these discount rates is appropriate to equate the value of quasi environmental and social benefits and costs at present. In Bulgaria in the Ordinance on the requirements for determining the financial and economic elements of the concession, adopted by the Council of Ministers № 83 of 22.05.2018, promulgated, SG, iss. 44 of 29.05.2018, in force from 29.05.2018 a socio-economic norm of 5% is defined.

The question remains whether a constant discount factor should be used for quasi-environmental benefits and costs. The statement made it clear that due to its long-term nature, environmental cash flows (benefits and costs) are recommended to be discounted at decreasing discount rates.

In determining the quasi-environmental benefits and costs, the author assumes that they "exist" throughout the period in which the social enterprise "operates", but given that the business model of social enterprises is still too fragile and relies on donations and benefits, it to date, to consider that a social enterprise can create quasi-benefits for a period of more than 30, 40, 50 years is unrealistic. Therefore, the vision is to use a constant discount rate, not a decreasing one

Practical determination of the required rate of return for investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an entire operating social enterprise

Following the theoretical assumptions for calculating the discount rates of investments in real assets with a triple-bottom line, we should put into practice the calculations for the social enterprise example under assessment.

Determining the discount rate of blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows

Based on the presented theoretical rules and calculations made for calculating the discount rate of blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows, the specific discount rate for the project is as follows:

First step: calculating the cost of equity.

Risk-free rate of return	+	Beta coefficient	X	Market risk premium	+	v	+	Enterprise size risk premium	=	Cost of equity
4.95%	+	0.64	X	4.84%	+	1.55%	+	6%	=	15.58%

Second step: calculating the cost of debt.

Risk-free rate of return	+	Spread for non-payment of the country	+	Spread synthetic rating	X	tax	=	Cost of debt
4.95%	+	1.41%	+	0.69%	X	(100-10.00%)	=	6.34%

Third step: Calculate the weighted average cost of capital (WACC)

% Debt	X	Cost of debt	+	% Equity	X	Cost of equity	=	WACC
0%	x	6.34%	+	100%	+	15.58%	=	15.58%

Determining the discount rate of QUASI environmental and social cash flows.

To discount the QUASI environmental and social cash flows of the social enterprise, the author accepts the recommended in the Ordinance on the requirements for determining the financial and economic elements of the concession recommended socio-economic norm of 5.00%. A constant discount rate is applied.

Theoretical bases of the modified model for evaluation of investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an operating social enterprise) based on discounted cash flows.

The method of valuing whole enterprises on the basis of discounted cash flows in the corporate sector was clearly described in the exposition. The direct translation of the method in relation to investments in social enterprises cannot take place due to the presence of different groups of cash flows (blended economic, environmental-economic, socio-economic and QUASI environmental and social cash flows), which are also discounted with different discount rates.

This requires a modification of the method used in the corporate, but retaining its basic principles and postulates.

For the purposes of the assessment, two periods are again used - forecast and post-forecast, but now each of the periods is divided into 2 subperiods:

- 1) forecast period for blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows;
- 2) forecast period for QUASI environmental and social cash flows;
- 3) post-forecast period for blended economic, environmental-economic and socio-economic cash flows;
- 4) post-forecast period for QUASI environmental and social cash flows.

Based on the practical analyzes, the author determines that the forecast period will be 10 years and the positive and negative blended economic, ecological-economic and socio-economic cash flows from the company's activity should be determined in as much detail as possible.

For the post-forecast period, it is assumed that net blended and QUASI cash flows will increase at a rate (g) equal to the average change in gross domestic product

(GDP) of the country over the past 4-5 years. The aim is to take a period of GDP change of at least 4-5 years in order to eliminate one-off fluctuations in the dynamics of the macroeconomic environment.

The evaluation is performed at the following stages:

- ✓ Calculate the annual free blended net economic, environmental-economic and socio-economic cash flows (Blended FCFI) for each year of the forecast period. They are discounted to calculate their present value at the time the entity is assessed.
- ✓ The “terminal value” (TV) of the blended net economic, environmental and social cash flows for the post-forecast period is calculated. They are discounted to calculate their present value at the time the entity is measured.
- ✓ The annual QUASI net environmental and social cash flows for each year of the forecast period are calculated. They are discounted to calculate their present value at the time the entity is measured.
- ✓ The “terminal value” (TV) of the net QUASI environmental and social cash flows for the post-forecast period is calculated. It is discounted to calculate its present value at the time the entity is assessed.
- ✓ The blended economic-ecological-social value of the enterprise is calculated.
- ✓ QUASI the ecological value of the enterprise is calculated.
- ✓ QUASI social value of the enterprise is calculated.
- ✓ The total blended economic-ecological-social and QUAZI value of the company (total public benefit) is calculated.

The ultimate goal of the calculations is to calculate the equity of the social enterprise, which is divided into blended economic, environmental-economic and socio-economic equity and Quasi environmental and social equity. The sum leads to the total value of the blended and QUASI equity.

The value of the blended economic, ecological-economic and socio-economic and QUAZI equity of the social enterprise is calculated according to a modified formula in order to be able to take into account all direct and indirect (QUAZI) aspects of the activity.

4.3. Practical application of the modified model for evaluation of investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an active social enterprise) based on discounted cash flows

For objective approbation of the method, the theoretical postulates should be applied in practice. For this purpose, the evaluation of the considered project is started.

Calculation of the blended economic-ecological-social value of the company (calculation of the blended equity).

The calculations are presented in Table 4.

Table 4. Value of blended (economic, environmental and social) equity

	Blended economic-ecological-social value	
1	Value of the enterprise as an economic-social-ecological unit (blended value)	482 554
2	Non-operating assets	
3	Financial actives	
4	Total blended economic, environmental and social value (1 + 2 + 3)	482 554
5	Long-term debt	0
6	Value of blended (economic, environmental and social) equity (4-5)	482 554

When calculating the value of blended (economic, environmental and social) equity, the author does not reflect the availability of financial assets as empirical data show that in Bulgaria social enterprises are micro and small and their balance sheets do not contain financial assets.

Calculation of the TOTAL public benefit (Total blended and QUASI value) and the value of the blended and QUASI equity.

The last step of the model is to present the total public benefit that the investment project in real assets of a social enterprise creates for all stakeholders.

Table 5 presents the calculation of the value of blended and QUASI equity, which is an expression of the TOTAL public benefit created by the social enterprise after deducting the debt burden.

Table 5. Value of blended and QUASI equity

Total Blended and QUASI value (TOTAL public benefit)		<i>Изчисления в случай, че компанията НЯМА екологична или социална ангажираност</i>
Value of the enterprise as an economic-social-ecological unit (blended economic, ecological and social equity)	482 554	233 774
Value of the enterprise as a QUASI social unit (QUASI social value)	2 053 472	
Value of the enterprise as QUASI ecological unit (QUAZI ecological value)	81 459	
Non-operating assets	0	0
Financial actives	0	0
Total blended and QUASI value (TOTAL public benefit) (1 + 2 + 3 + 4 + 5)	2 617 485	233 774
Long-term debt	0	0
Value of blended and QUASI equity (6-7)	2 617 485	233 774

The method has also been tested in a large paper company in the evaluation of an investment project related to the purchase of a new paper machine.

The summarized results are as follows:

Table 6. Value of blended and QUASI equity of a paper enterprise

	Total Blended and QUASI value (TOTAL public benefit)		<i>Изчисления в случай, че компанията НЯМА екологична или социална ангажираност</i>
1	Value of the enterprise as an economic-social-ecological unit (blended economic, ecological and social equity)	42 710	23 005
2	Value of the enterprise as a QUASI social unit (QUASI social value)	1 381	
3	Value of the enterprise as QUASI ecological unit (QUAZI ecological value)	5 180	
4	Non-operating assets	0	0
5	Financial actives	0	0
6	Total blended and QUASI value (TOTAL public benefit) (1 + 2 + 3 + 4 + 5)	49 271	23 005
7	Long-term debt	38 609	38 609
8	Value of blended and QUASI equity (6-7)	10 662	-15 604

The results of the evaluation and application of the model proposed by the author show that:

- 1) companies that are able to successfully combine economic, environmental and social activities, taking advantage of the tax and non-tax incentives offered, would create greater overall public benefit from purely commercial companies;
- 2) the method manages to present an independent and summary assessment of the value and so each group of investors can make an informed decision about the results: for financial investors the value of the enterprise is derived as an economic-social-environmental unit (blended economic, environmental and social equity) , for the ecological ones - value of the enterprise as QUASI ecological unit (QUAZI ecological value), for social ones - value of the enterprise as QUASI ecological unit (QUASI ecological value), for investors looking for triple end result - total blended and QUASI value (TOTAL public benefit) .

CONCLUSION

The existence of a wide range of methods for assessing environmental and social value, result and impact makes it difficult for appraisers to choose an appropriate method for assessing the three-component value created by investments from and in social enterprises. Part of the difficulty stems from a lack of consensus on how to assess and value environmental and social impacts. The above classification of assessment methods shows that despite their diversity and variety, only a small part of them can be used in practice to assess environmental and social value. Most methods are useful for valuation, but they are not the right tool to give a complete and complete answer to the question of whether to invest in real assets.

In addition, the methods of environmental and social impact assessment are subject to strict requirements for data collection, assumptions and value estimates, which are the basis of the analysis.

Also, integrated approaches to measuring and assessing environmental and social value are still in the nascent stage of development due to the lack of maturity in the field of social and environmental assessment. Each method has its strengths and weaknesses. Their methodologies contain many unresolved issues that determine the distance between theory and practice and affect the overall use in valuing investments in real assets.

With the exception of one method, most of the methods studied remain stuck either in assessing only the impact of environmental and social effects or in monetizing the value they create, but without deriving a comprehensive assessment of the effectiveness of an investment proposal. Many of the methods used in the public and non-governmental sectors, as well as those used in the financial sector,

still function and are applicable only to the relevant sector of the economy and do not correspond.

The Social Return on Investment (SROI) method is the one that paves the way for the search for a universal approach and methodology to be recognized by evaluators in the corporate and non-governmental sector. It accumulates in itself methodologies, techniques and processes from the methods in all sectors.

SROI uses economic assessment to make visible a far greater range of social, environmental and economic costs and benefits. It provides a more complete picture of the welfare effects resulting from a particular investment, and allows for more informed decision-making on resource allocation.

The SROI and the cost-benefit analysis have common roots, but the SROI takes a cost-benefit analysis one step further by monetizing intangible effects and quantifying the three-component value of capital investment.

It is the evaluation tool that builds-on the tools in the private sector and becomes a practical method for making decisions about the implementation of an investment project.

The emergence of SROI and similar methods shows that investment design has created a need for a new assessment method to fill the gap in environmental and social impact assessment left by traditional assessment methods in the corporate sector.

The Social Return on Investment (SROI) method is a good start and an attempt to create a unified methodological framework for investment valuation, to be adopted by all economic operators (valuers) without importance of the sector in which they operate. Its characteristics were described in detail, as well as the steps for calculating the economic and social value of a social enterprise.

However, SROI is not a panacea. The lack of a clearly represented environmental element, the complexity of data collection, the controversial conclusions about the impact on society and public (social) value do not provide arguments in favor of its use by corporate experts. The overlap and application of corporate finance approaches fails to compensate for the shortcomings of SROI.

The continuing entry into the depths of environmental and social evaluation and the lack of a unified framework for the evaluation of social enterprises have shown the author of this paper that defending a dissertation will not be an easy task.

Dozens of tools, models and methods created by foundations, social investors and trade organizations are looking for the "right" choice to assess the value of social enterprise and "correct" interpretation of the created blended value, but no one has yet established itself as common and unified. of those in the corporate sector.

Investors continue to wander in methodologies, scope of assessment and conclusions.

The conclusions of the survey among specialists from different fields of economic life are also indicative - 62% of them say that the methods of estimating the value of an enterprise creating a triple-bottom line or "social enterprise" are or should be different from those of assessing traditional company, while 53% indicate the use of "narrow" corporate methods of valuation of social enterprises.

The contradiction between the desire to apply a different and unique valuation paradigm in the valuation of investments in real assets of social enterprises and the choice of respondents to prefer mainly corporate sector methods shows that the financial world continues to set "rules" and guidelines for evaluation of investments with environmental and social commitment.

That is why the author advocates that financial appraisers will find the right and generally accepted framework that will meet the requirements of social, environmental and corporate investors, philanthropists and government institutions. The relative categoricalness of the respondents to use different methods of valuation in terms of triple-bottom line and social enterprises, as well as the answers to the additional questions, shows that the traditional corporate framework for valuing investments in real assets of social enterprises needs to be upgraded in order to cover the overall blended value that such investments create. Only after it is able to show the "answers" to the questions of value creation not only to corporate, but also to environmental and social investors, the valuation paradigm will be fully accepted. The results of the survey and the analysis of the approaches and methods for evaluation of projects with three-component value proved the thesis and hypotheses presented by the author that the evaluation paradigm is not static, but is evolving and upgrading.

At the same time, only when environmental and social value is covered by traditional, corporate valuation methods - the blended value created will be of investment interest to a large number of investors, regardless of the field in which they invest - environmental, social or economic. This will inevitably lead to the improvement of methodologies and empirical validation of tools and methods for valuing investments in real assets of social enterprises.

But the paradigm for evaluating investment proposals is changing - due to changes in the attitudes of investors and stakeholders. It is increasingly difficult to ignore the impact that a company has on nature and society. Regulatory and moral requirements focus not only on the economic return, but also on the overall performance of the company, which leads to the search for new approaches and methods for assessing the blended value of the activity.

The process of upgrading the traditional evaluation framework has not only begun, but it is in a phase in which these new evaluation methods are introduced. They meet the modern requirements for evaluation of economic, environmental and social value created by an investment project.

Key points that should be taken into account in the ongoing process of upgrading the investment valuation paradigm are:

- 1) the need for mutual "learning" between the corporate, non-governmental and public sectors on the monetary aspects of an investment is not just about economic value;
- 2) to accept the fact that the methods based on discounted cash flows (regardless of which sector they originate) will be leading and will be the backbone of any modification or upgrade of current mainstream valuation approaches, ie. the value (monetary) measure will continue to "rule";
- 3) the created social and especially ecological value in the medium term will be not only a recommended element for evaluation of an investment project in real assets, but will also be a mandatory factor in the evaluation.
- 4) The search for a three-component return (economic, social and environmental) is already a prerogative in all areas of the economy and the corporate sector cannot be outside these changes.

IV. MAIN SCIENTIFIC AND APPLIED CONTRIBUTIONS OF THE DISSERTATION

1. The theoretical foundations of the social enterprise and the concepts of shared value, blended value and triple-bottom line and their influence on the paradigm for evaluation of investment projects are further developed and enriched.
2. An original methodological framework for valuing the approaches and methods for valuing investments in real assets in and by social enterprises creating blended value has been developed and a methodology for selecting a method for valuing investments in real assets creating a triple-bottom line has been applied based on selected criteria.
3. Argued and in-depth justification is made for the possible used discount rates and risk reporting and empirically proves the appropriate use of different discount rates for individual elements of the total value of the assessed company.
4. An in-depth analysis and assessment of the characteristics and possibilities of the approaches and methods for valuation of investments in real assets in and by social enterprises creating blended value has been carried out.
5. A modified model has been developed for the evaluation of investment projects for indirect acquisition of real assets, which create a triple-bottom line based on

studying the method of the Social Return on Investment (SROI). The modified model complements and adapts the existing assessment method by expanding its scope by assessing the quasi-social and environmental benefits.

6. A modified model for evaluation of investment projects with triple-bottom line for indirect acquisition of assets (purchase of an active social enterprise) based on discounted cash flows has been tested, calculating and presenting both direct and indirect quasi-social and environmental benefits .

V. LIST OF PUBLICATIONS ON THE TOPIC OF THE DISSERTATION

1. Pashov, R., 2015, Modern models for valuation of investments in real assets, creating blended value, Proceedings of the annual university scientific conference July 16-17, 2015, Volume 7, research field "Social, economic and legal sciences" Veliko Tarnovo 2015, Publishing Complex of NVU "Vasil Levski" ISSN 1314-1937, pp. 212 - 224.

2. Pashov, R., 2020, Study of the genesis of the formation of social enterprise as an economic category, its characteristics and place in the economic system, which determine it as a successful form of "sustainable economy" and "sustainable development", e-collection with research works of the winners of the 9th academic competition "Dr. Ivanka Petkova", Institute of Economic Policy, 2020, ISBN 978-954-9359-80-0, pp. 69 - 108.

3. Pashov, R., 2021, The correct assessment of investments creating a triple-bottom line as a tool for industrial growth, Third National Scientific Forum on: Business in the XXI century, Bulgaria 2030, Designing the future: a new society - a new economy, Proceedings with reports, Publishing Complex - UNWE, ISBN 978-619-232-431-5, pp. 177-184.

4. Pashov, R., 2022, Approaches and methods for valuation of investments in real assets, creating blended value (triple-bottom line), Bulgarian electronic scientific journal "Economic Management", ISSN 2738-7399, published in issue. 1/2022 - official note.