

РУДИ ГЕОРГИЕВ

**АСОЦИАЦИЯ НА СЕРТИФИЦИРАНИТЕ ЕКСПЕРТ-СЧЕТОВОДИТЕЛИ НА
ВЕЛИКОБРИТАНИЯ (АССА)**

ПРОБЛЕМИ С ОЦЕНЯВАНЕТО НА АКТИВИТЕ НА ДОГОВОРНИТЕ ФОНДОВЕ

VALUATION ISSUES RELATED TO THE MUTUAL FUNDS ASSETS

RUDI GEORGIEV

**ASSOCIATION OF CHARTERED CERTIFIED ACCOUNTANTS - UNITED KINGDOM
(АССА)**

Abstract: This paper examines the problems and challenges related to the valuation of mutual funds assets. Six econometric tests were developed which prove the existence of weaknesses in the local regulatory framework that prescribes the criteria for fair value measurement of investments in shares of stock listed companies. Thus we consolidate the critical and increasing role and meaning of the alternative valuation techniques, as well as the necessity for their more regular application during the current conditions of economic crisis and illiquid Bulgarian stock-exchange market.

Key words: valuation of investments in shares, mutual funds, measurement and criteria problems, fair value, alternative methods (techniques) for valuation, economic crisis, illiquid stock-exchange market, econometric tests, unification problems

JEL classification codes: G12, G18, G24

Въведение

Бизнес оценяването на договорните фондове представлява един от най-съществените етапи при информирането на обществеността. Следва да се подчертае по-голямото значение на оценяването на финансовите инструменти на договорните фондове в сравнение с останалите икономически субекти (финансови институции, застрахователни компании, други листвани на борсата компании), които функционират на капиталовия пазар. Аргументите за това са [Георгиев, Р., 2013г.]:

- ако при другите икономически субекти необходимостта от оценка на притежаваните активи се обуславя в най-добрия случай на месечна база, то при договорните фондове честотата е дневна база;

- ако при другите икономически субекти грешката в оценката на притежаваните активи би се отразила по индиректен начин на пазарната цена, към която интерес проявяват десетки инвеститори, то при договорните фондове грешката в оценката на притежаваните активи би имала пряко

влияние върху нетната стойност на активите, в които инвеститори са стотици и дори хиляди физически и юридически лица;

- при другите икономически субекти базата за изчисляване на финансовите коефициенти ползва различни елементи от финансовите отчети (приходи, себестойност, печалба, собствен капитал и др.), докато при договорните фондове базата почти винаги стъпва на нетната стойност на един дял;

- ако сравняваме само финансовите институции (вж. §1, т. 26 от ДР на ЗКПО) като икономически субекти, които в най-голяма степен се доближават до инвестиционните компании по отношение на притежавани видове и стойности финансови инструменти, то отново могат да се открият разлики - финансовите институции притежават преобладаващо друг вид финансови инструменти – кредити и вземания, парични средства и депозити, при оценяването на които не съществуват сравними въпросителни или проблемни области.

Обект на изследване е бизнес оценяването на активите на местните високорискови договорни фондове от отворен тип, инвестиращи в акции.

Предмет на изследването са правилата и всички критерии за оценка на притежаваните от договорните фондове инвестиции в акции на листвани на БФБ компании.

Основната теза, която се застъпва в изследването е, че ползващите се от инвестиционните дружества правила за оценка на активите не са подходящи, надеждни, практични и унифицирани в частта за последваща оценка на акции в български емитенти. Съществуват редица несъвършенства по отношение на критериите за оценка на инвестициите в акции, които водят до оценки, които биха могли да не са представителни [Damodaran, A., 2006]. Действащата нормативна уредба и стандарти се нуждаят от ревизия, опростяване и подобрене по такъв начин, че да се създадат предпоставки правилата и критериите да се прилагат последователно и унифицирано от всички местни фондове, особено в условията на намаляваща ликвидност на БФБ, когато сравнимостта и вярността на информацията са от критично значение. Идентифицираните проблеми водят до редица въпросителни около това доколко представителни, реалистични и сравними са цените, които публичните компании ежедневно публикуват пред инвеститорите и други заинтересовани лица. Застъпва се виждането, че във все по-чести случаи фондовете трябва да преоценяват своите капиталови инвестиции чрез алтернативни техники за оценяване.

Идентифицирани проблеми

Установени са проблеми с прилаганата нормативна и счетоводна рамка на макро равнище. Проблемът, който може да се открои, е че към настоящия момент съществуват три различни подхода, въз основа на които договорните фондове са възприели вътрешните правила за оценка

на активите - част от тяхната счетоводна политика. Първият подход е този, при който правилата за оценка са изготвени с акцент и придържане към разпоредбите на отменената Наредба №25 от 22 март 2006г.; вторият подход е този, при който правилата за оценка са изготвени с акцент и придържане към разпоредбите на нововъведената Наредба №44 от 20 октомври 2011г.; третият подход е смесен. В случая липсва законово нарушение, тъй като новата Наредба №44 на Комисията за финансов надзор дава възможност фондовете да възприемат различни индивидуални подходи по отношение на определени позиции, касаещи оценяването на притежавани финансови инструменти. Нашето разбиране е, че релевантната нормативна база, която постановява оценяването на активите на инвестиционните фондове е само Наредба №44. Това е така, защото по силата на правната логика, когато съществуват два нормативни акта е налице мълчалива отмяна на първия и се прилага по-новия нормативен акт, макар и стария (първия) да не е изрично отменен. Проблемът в конкретния случай е свързан с липсата на законово изискване за уеднаквяване на правилата за оценка на активи като това води до различия в правилата за оценка на активите, които договорните фондове са възприели като рискът е в даден момент за едни и същи инвестиции в акции да станем свидетели на различни стойности, отчетени от фондовете. В тази връзка е направено изследване на степента на конвергенция на местните договорни фондове към наредбите при изготвяне на правилата за оценка. Правилата за оценка на активите съставляват най-съществената част от счетоводната политика на един високодоходен фонд, инвестиращ в акции. За доказване на несъответствията в правилата за оценка на активите на фондовете, които са в резултат от нормативните недостатъци на Наредба №44 на Комисията за финансов надзор е направено изследване на правилата за

оценка на активите на 20 високорискови договорни фонда в България. Таблицата по-долу представя резултатите от напра-

веното проучване - въз основа на коя наредба съответният фонд е изготвил счетоводната си политика:

Таблица 1: Връзка между ползвана наредба и управляващо дружество при определяне на счетоводната политика

| | Управляващо дружество | Наредба № |
|----|--|---------------|
| 1 | ДСК Управление на активи АД | Смесен подход |
| 2 | Райфайзен Асет Мениджмънт България ЕАД | Наредба №44 |
| 3 | Астра Асет Мениджмънт АД | Наредба №25 |
| 4 | Златен Лев Капитал АД | Наредба №44 |
| 5 | БенчМарк Асет Мениджмънт АД | Смесен подход |
| 6 | ПФБК Асет Мениджмънт АД | Смесен подход |
| 7 | Карол Капитал Мениджмънт ЕАД | Смесен подход |
| 8 | ОББ Асет Мениджмънт АД | Наредба №44 |
| 9 | Алфа Асет Мениджмънт ЕАД | Наредба №25 |
| 10 | КТБ Асет Мениджмънт АД | Наредба №44 |
| 11 | Капман Асет Мениджмънт АД | Наредба №44 |
| 12 | Варчев Мениджинг Къмпани ЕАД | Наредба №25 |
| 13 | ЦКБ Асетс Мениджмънт ЕАД | Смесен подход |
| 14 | Селект Асет Мениджмънт ЕАД | Смесен подход |
| 15 | Съгласие Асет Мениджмънт АД | Смесен подход |
| 16 | Юг Маркет Фонд Мениджмънт АД | Наредба №25 |
| 17 | Статус Капитал АД | Наредба №25 |
| 18 | Ти Би Ай Асет Мениджмънт ЕАД | Наредба №25 |
| 19 | Инвест Фонд Мениджмънт АД | Наредба №25 |
| 20 | Активa Асет Мениджмън АД | Наредба №25 |

Извършен е цялостен преглед на правилата за оценка на активите на разглежданите управляващи дружества. Резултатите от извършеното емпирично изследване на връзката между използвана наредба при определяне на счетоводната политика и управляващо дружество показват значителна нехомогенност. От проучени двадесет на брой различни правила за оценка на активите на двадесет управляващи дружества в България, резултатите са, че 5 от тях се придържат към новата Наредба №44, 8 от тях все още се позовават на по-старата Наредба №25 и 7 управляващи

дружества са възприели смесен подход (смесеният подход означава, че при изготвяне правилата за оценка на фондовете, управляващото дружество е ползвало една част от изискванията на Наредба №25, а друга част – от изискванията на Наредба №44) при рефериране към Наредба. В хода на проучването се установи и друг интересен факт – правилата за оценка на активите на едно управляващо дружество са едни и същи за всичките фондове, които то управлява (без да се обръща по-специално внимание на дяловите, съответно дълговите ценни

книжа - в зависимост от рисковия им профил). Всичко това говори за липсата дори и на установена тенденция или практика и за неналичието на своеобразно изграден подход от индустрията при оценка на активите на фондовете (предвид доказани вече факт, че върху тази функция не се осъществява необходимия ефективен контрол от Комисията за финансов надзор чрез издаваните от нея наредби). Изследването показва, че при смесения подход по-голяма част от фондовете са възприели постулатите на новата Наредба №44 най-приоритетно в частта за оценка на дългови ценни книжа и инструменти на паричния пазар, докато по-старата Наредба №25 е ползвана предимно в частта за оценка на дялови ценни книжа – прехвърляеми акции и права. Също така става ясно, че по-голямата част от фондовете, които се придържат към новата Наредба №44, всъщност не са променили критериите за определяне на справедливата стойност на прехвърляеми български и чуждестранни акции и права, приети за търговия на регулиран пазар на ценни книжа в Република България, както и български акции и права, приети за търговия на регулиран пазар в държави членки – спрямо критериите, които се прилагаха при по-старата Наредба №25. Въпреки това, управляващите дружества на тези фондове са класифицирани като такива, които се придържат към новата Наредба №44, тъй като текстът в чл. 27 дава възможност за избор „Справедливата стойност на прехвърляеми ценни книжа и инструменти на паричния пазар, допуснати до или търгувани на места за търговия при активен пазар се извършва по цена на затваряне или друг аналогичен показател, оповестяван публично към деня на оценката от мястото за търговия.“ Този друг аналогичен показател в повечето случаи отново е да има изтъргувани минимум 0.02% от общия обем на емисията за деня.

Застъпена е тезата, че ползващите се от инвестиционните дружества правила

за оценка на активите не са подходящи, надеждни и практични в частта за преоценка на финансови инструменти. Съществуват редица несъвършенства по отношение на критериите, които водят до оценки, които биха могли да не са представителни. Те са продиктувани от обстоятелството, че в изключително редки случаи се наблюдава изпълнение на първия критерий за оценка на акции (който изисква обемът на сключените с тях сделки за деня да е не по-малък от 0.02 на сто от обема на съответната емисия), което от една страна предполага, че във все по-чести случаи за фондовете се обуславя необходимост да преоценяват своите капиталови инвестиции чрез алтернативните методи за оценка на дружествата – метод на пазарните аналози, метод на балансовата стойност и метод на дисконтираните нетни парични потоци. Понастоящем тези методи за оценка все още се възприемат като особени и сложни от финансово-счетоводните отдели на договорните фондове, вероятно и поради факта, че изискват наличието на повече информация и повече изчислителни процедури. Или дори алтернативните методи за оценка на акции да се прилагат безпрепятствено, това става по един погрешен начин, обуславен от недостатъчно коректната и пълна нормативна база заложена в Наредба №44. В тази връзка са разгледани факторите и проблемите, които влияят на представителността на оценката:

(1) Проблеми, свързани с фрий флоута на търгуваните компании. В изследването се изказва тезата, че ниският процент свободно търгуеми акции на българския капиталов пазар оказва неблагоприятно влияние върху ликвидността на акциите, както и върху представителността на оценката по справедлива стойност на акциите на търгуваните на БФБ дружества.

(2) Проблеми, свързани с ликвидността на БФБ. Ликвидността на един е пазар е едно от най-важните му качества, благо-

дарение на които той е определим като повече или по-малко рисков. Ликвидността на даден пазар се изразява в способността на инвеститорите да търгуват големи обеми без забавяне, така че той да бъде минимално повлиян. Колкото даден пазар е по-ликвиден, толкова транзакциите на участниците в него са по-представителни, тъй като са по-малко волатилни, по-бързи, по-ефективни, по-малко оскъпени и не предизвикват сътресения на пазара. Постигането на по-голямата ликвидност неминуемо е стремеж на всяка икономика и съответно на всеки капиталов пазар. Следователно, в изследването е изказана тезата, че факторът ниска ликвидност на българския капиталов пазар оказва неблагоприятно влияние върху фрий флоута на акциите, както и върху представителността на оценката по справедлива стойност на акциите на търгуваните на БФБ дружества.

(3) Проблеми, свързани с нерегулацията на пазара. При нерегулацията на пазара, известен преди години и като „блоков“ се регистрират предварително договорени сделки с акции на публични дружества, като цената не се определя на пазарен принцип. В тези случаи се определя някаква цена, за да може да бъде прехвърлена собствеността на акциите, но никъде няма задължение тя да е свързана с пазарната. Блоковите сделки не са забранени от закона у нас, но в последните години се наблюдава покачване на броя на този вид продажби. Често обаче акциите се прехвърлят на свързани лица от една фирма в друга, при това на цени, с пъти по-ниски от реалните. Това са формални и кухи сделки, осъществявани от свързани лица, чрез които се постигат много цели - от ощетяване на хазната с данък печалба, до установяване на монополно положение на пазара и ликвидиране на конкуренцията. Очакванията са, че контролните механизми за този тип сделки тепърва ще се формулират адекватно на пазара. В изследването се

изказва тезата, че възможността за сключване на сделки на нерегулиран пазар оказва силно неблагоприятно влияние върху ликвидността и фрий флоута на акциите, както и пряко отрицателно въздействие върху възприетията на инвеститорите относно достоверността на оценката по справедлива стойност на акциите на търгуваните на БФБ дружества. Дали елиминирането на възможността да се търгува на нерегулиран пазар няма да реши проблемите с ликвидността и фрий флоута на Българската фондова борса и редица други проблеми, свързани с темата на бизнес оценяването?

(4) Проблеми, свързани с подценените акции на БФБ. В смисъла на термина „подценени акции“ попадат акциите, при които показателят счетоводна стойност на акция е по-голям от показателя пазарна цена на акция [Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., 2005]. Или още онези компании, при които стойността на нетните активи надвишава пазарната капитализация. Въпреки, че съществуват и други показатели, чрез които може да се загатне дали предприятието е подценено или надценено, нашето мнение е, че това е най-сигурният начин за определяне на подценените акции. Освен това е и най-практичен от гледна точка на изследване. Считаме, че наред със значителните разлики в цените на извънборсов пазар спрямо пазарните цени на регулиран пазар, така и същественото отклонение на счетоводната стойност на акция спрямо пазарната ѝ цена, водят до намалено доверие и негативни възприятия у инвеститорите по отношение на това доколко реалистични и достоверни са техните вложения. Ето защо, в емпиричното изследване се поставя акцент върху P/B коефициента, който представлява съотношението между текущата пазарна цена на една акция и счетоводната стойност на същата акция. Всяко акционерно дружество определя счетоводната стойност за една акция на база на активите и пасивите, с

които дружеството оперира. При съотношение P/B по-малко от 1.00 можем да говорим за пазарно подценяване на дадена компания. Този коефициент се използва като основен показател при изследването на банки и финансови институции, но е важен показател и за всички останали компании. Така, в изследването се изказва тезата, че значително по-високата счетоводна стойност на акция спрямо пазарната и цена допринася неблагоприятно за достоверността и представителността на оценката по справедлива стойност на акциите на търгуваните на БФБ дружества.

Иконометрично изследване

Иконометричното изследване успява да потвърди зададените в началото хипотези, а именно - че ползващите се от договорните фондове правила за оценка на активите (в частност оценка на инвестиции в търгувани на БФБ акции) не са подходящи и надеждни и биха могли да доведат до оценки, които не са представителни. Последователно се доказва как четирите фактора (1) нисък процент фрий флоут, (2) ниска ликвидност, (3) процентното отклонение в цените на нерегулиран пазар спрямо цените на регулиран пазар, (4) процентното отклонение на случаите, при които счетоводната стойност на акция е по-ниска от пазарната цена на акция на българския капиталов пазар оказват неблагоприятно влияние върху критериите за оценка на акции, които договорните фондове прилагат на ежедневна база, а оттам и върху достоверността и представителността на оценката по справедлива стойност на акциите на търгуваните на БФБ дружества. За целите на изследването са ползвани реалните данни за 20 публично-листвани на БФБ компании.

За всяко изследвано предприятие има създадено досие, което съдържа:

✓ Статистически данни с всички сделки с акции на емитента на вторичен регулиран пазар (БФБ) за периода 01.01.2006г. – 31.12.2012г. Степента на детайл, до който се простира информацията е: дата, брой изтъргувани лотове и среднопретеглена цена. Справката с данните е предоставена по конкретно наше задание от БФБ - София АД – отдел „Пазарни данни“.

✓ Статистически данни с всички сделки с акции на емитента на вторичен нерегулиран пазар (БФБ) за периода 01.01.2006г. – 31.12.2012г. Степента на детайл, до който се простира информацията е: дата, брой изтъргувани лотове и среднопретеглена цена. Справката с данните е предоставена по конкретно наше задание от БФБ - София АД – отдел „Пазарни данни“.

✓ Статистически данни с процента свободно търгуеми акции на емитента (с актуализация на тримесечна база) за периода 01.01.2006г. – 31.12.2012г. Справката с данните е предоставена по конкретно наше задание от Централен депозитар АД – отдел „Регистри и сетълмент“.

✓ Индивидуални финансови отчети, изготвени по МСФО към края на всяко едно календарно тримесечие за периода 01.01.2006г. – 31.12.2012г. Източник на информацията е сайта на БФБ, секция „Финансови отчети на емитента“.

✓ Регистър с въпроси и отговори, имащи значение при избора на ограничителните условия за съответното предприятие.

✓ Регистър с получените резултати, постигнати въз основа на събраната документация и извършените иконометрични тестове и анализи.

Резултати

Получените емпирични резултати от проведените иконометрични тестове на двадесетте наблюдавани дружества са агрегирани и представени в таблицата по-долу:

Таблица 2: Обобщени резултати от проведените тестове за 20-те наблюдавани дружества

| Отчетен период | Тест №1: фрий флоут | Тест №2: пазарна ликвидност на регулиран пазар | Тест №3: процент от случаите с покриване на първия критерий за оценка на акции | Тест №4: пазарна ликвидност на нерегулиран пазар | Тест №5: процент от случаите с разлика в цените на регулиран спрямо нерегулиран пазар | Тест №6: процент от случаите, при които счетоводната стойност на акция превишава пазарната цена |
|----------------|---------------------|--|--|--|---|---|
| 2006г. | | 29.11% | 46.25% | 7.03% | 53.85% | 12.05% |
| 2007г. | 32.61% | 28.11% | 61.90% | 6.20% | 87.93% | 3.13% |
| 2008г. | 30.36% | 12.39% | 41.48% | 9.04% | 93.19% | 21.69% |
| 2009г. | 30.48% | 10.98% | 30.08% | 14.27% | 92.24% | 63.74% |
| 2010г. | 31.08% | 6.84% | 16.67% | 6.45% | 89.03% | 60.52% |
| 2011г. | 31.84% | 9.61% | 22.26% | 12.73% | 85.02% | 62.51% |
| 2012г. | 32.16% | 7.69% | 15.16% | 14.11% | 75.27% | 67.91% |
| Общо: | 31.29% | 11.08% | 31.16% | 11.24% | 86.48% | 45.75% |
| R: | 0.77% | -65.60% | -73.77% | 3.55% | -13.52% | 64.59% |

Какво показват резултатите от тестовете?

- Тест №1, в който се отчита и проследява движението във фрий флоута показва, че 20-те най-ликвидни и с най-голямо присъствие в SOFIX компании за разглеждания период имат относително постоянно количество свободно търгуеми акции – около една трета от компанията е притежание на миноритарни акционери с дял на всеки един от тях под 5%. Можем да заключим, че фрий флоута на разгледаните компании е все още твърде нисък в сравнение с минимума от 50%, който се наблюдава при повечето листвани на запад дружества.

Коефициентът на Пиърсън е пренебрежимо нисък по отношение на изменението в процента фрий флоут през годините – той е едва 0.77%, и може да бъде интерпретиран като липса на корелация.

- Тест №2 доказва ниската ликвидност на българския капиталов пазар – средно за 7-годишния период тя е 11.08%, при това за едни от най-ликвидните дружества.

През 2006г. средногодишната ликвидност за тези компании на регулирания пазар е била 29.11% като през годините до 2012г. тя постепенно спада до 7.69%. За тази намаляваща тенденция говори и R, за който отчитаме висока отрицателна корелация от -65.60%. Това до голяма степен се обяснява и с настъпилата в края на 2008г. икономическа криза, която продължава да оказва негативно влияние върху ликвидността и към настоящия момент.

- От гледна точка на пряката си връзка с оценяването по справедлива стойност на акции в български емитенти, Тест №3 е може би с най-голяма тежест при доказване на хипотезите. Тестът потвърждава, че дори за най-ликвидните и

тителувани български предприятия, едва в 31.16% от случаите може да се направи оценка по справедлива стойност въз основа на първи критерий. Предвид своята значимост за договорните фондове, този процент може да бъде тълкуван като изключително нисък. Тази честота може да бъде интерпретирана и по друг начин - при оценяване по справедлива стойност на инвестициите в акции, за договорните фондове се обуславя необходимост на всеки два от три работни дни да прибъгват до „неприветливите“ последващи критерии за преоценка на акции (има се предвид това, че тези последващи критерии за оценка изискват ползване на борсова информация, която не се публикува на регулярна база пред обществеността, а се получава при изрично поискване или абониране от отдел „Пазарни данни“ към БФБ - София. Такава е например информацията за последна най-висока цена „купува“ от поръчките, които са валидни към момента на затваряне на регулирания пазар за съответния ден. Освен това нашето мнение е, че поради своята същност тези алтернативни последващи критерии за оценка на акции по справедлива стойност не биха могли да доведат до представителна и достоверна оценка).

През 2007 г. процентът на случаите с покриване на първия критерий за оценка по справедлива стойност за тези компании е бил 61.90% като през годините до 2012 г. той постепенно спада до 15.16%. За тази намаляваща тенденция говори и индексът R, за който отчитаме висока отрицателна корелация от -73.77%. Тази взаимовръзка е в унисон и с коефициента за корелация, до който достигнахме в теста за ликвидност, който бе -65.60%.

• Тест №4 демонстрира изключително интересни резултати. Доказва се, че макар и с малко, извънборсовия пазар е по-ликвиден (11.24% средногодишна ликвидност) в сравнение с регулирания пазар на БФБ (11.08% средногодишна

ликвидност), при това за едни от най-ликвидните дружества.

По отношение корелацията на извънборсовата ликвидност спрямо нарастването на годините, може да се каже, че липсва взаимовръзка, тъй като коефициентът на Пиърсън е едва 3.55%.

• Тест №5 показва в колко съществена степен се изразява разликата в пазарните цени, при които се сключват сделки - от една страна на регулиран пазар, какъвто е Българската фондова борса, и от друга страна на нерегулиран (извънборсов) пазар. Средногодишно за периода 01.01.2006г. – 31.12.2012 г. в 86.48% от случаите среднопотеглената цена за деня на нерегулиран пазар се различава от среднопотеглената цена за деня на регулиран пазар. Именно този процент поставя под сериозни съмнения възприятията на инвеститорите относно достоверността на оценката по справедлива стойност на акциите на търгуваните на БФБ дружества.

При този тест се наблюдава слаба отрицателна корелация в размер на -13.52% процента от случаите с разлика в цените на регулиран спрямо нерегулиран пазар, спрямо нарастването на годините.

• Тест №6 доказва тезата, че има силно подценени акции на българския капиталов пазар. В 45.75% от случаите счетоводната стойност на разглежданите компании е по-голяма от пазарната капитализация на същата компания.

През 2007 г. процентът от случаите, при които счетоводната стойност на акция превишава пазарната и цена е бил едва 3.13%. През 2012 г. същият този процент се покачва до 67.91%. Тези стойности намират отражение във високата положителна корелация, която показва, че с всяка изминала година е налице тенденция на нарастване на броя подценени акции - за разглеждания период индексът R е 64.59%.

Изводи

Изводите, които се налагат вследствие проведеното изследване могат да бъдат систематизирани, както следва:

(1) Съществуват редица проблемни области, както в теоретичен, така и в практически план по отношение на подходите и методите за оценка, по отношение на местната нормативна уредба, регламентираща правилата и критериите за оценяване до справедлива стойност на договорните фондове.

(2) Аргументирано беше многократно по-голямото значение на бизнес оценяването при договорните фондове спрямо всички останали икономически субекти.

(3) Ползващите се от договорните фондове правила за оценка на активите не са подходящи, надеждни и практични в частта си за оценка по справедлива стойност на финансови инструменти. Съществуват редица несъвършенства по отношение на критериите за оценка на инвестициите в акции, които водят до оценки, които биха могли да не са представителни. Действащата нормативна

уредба и стандарти се нуждаят от ревизия, опростяване и подобрене по такъв начин, че да се създадат предпоставки правилата и критериите да се прилагат последователно и унифицирано от всички местни фондове, особено в условията на намаляваща ликвидност и волатилна търговия на БФБ, когато сравнимостта и вярността на информацията са от критично значение.

(4) Подложени на критично обсъждане и анализ бяха факторите, за които беше направено обосноващото предположение, че в условията на намаляваща ликвидност и волатилна търговия в рамките на българския капиталов пазар оказват негативно влияние върху критериите за оценяване по справедлива стойност на инвестициите в акции. Включени в изследването бяха фактори като ниския процент свободно търгуеми акции, ниската борсова и извънборсова ликвидност, същественото отклонение в пазарните цени на регулиран и извънборсов пазар, както и фактора „подценени акции“.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Георгиев, Руди**, „Хармонизиране при оценяването на активите на договорните фондове – проблеми и предизвикателства“, Корпоративните пазари на формиращите се пазари – теория и практика, Сборник с доклади на трета научно-практическа конференция с международно участие, С., 2013г.
2. **Damodaran, A.**, Damodaran on Valuation, Wiley, New York, 2006
3. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.**, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies., John Wiley & Sons, 2005