

**Научен колектив с ръководител
проф. д-р Огняна Стоичкова**

**УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ
РИСК В ПРЕДПРИЕМАЧЕСКАТА
ДЕЙНОСТ: СЪЩНОСТ, ЦЕЛИ И
СЪВРЕМЕННИ АСПЕКТИ**



ГОДИШНИК НА ВУАРР

ТОМ IV



Проф. д-р
Огняна
Стоичкова



Доц. д-р
Георги
Георгиев



Доц. д-р Бисер
Кръстев



Доц. д-р
Виржиния
Желязкова



Доц. д-р Яким
Китанов



Ас. Николина
Марева

Проф. д-р Огняна Кирилова Стоичкова е завършила Санкт Петербургския държавен университет по икономика по специалност „Финанси и кредит“. Научно-преподавателската ѝ кариера започва в Стопанска академия „Д. А. Ценов“, гр. Свищов, след защита на дисертационен труд „Ролята на кредитно-разплащателния механизъм в икономиката на България“ под научното ръководство на проф. д-р Делчо Порязов. Във ВУАРР е преподавател от 2005 година. Титуляр е на дисциплините Икономикс, Теория на парите и кредита, Държавно регулиране на икономиката, Международна икономика.

Доц. д-р Георги Георгиев работи във ВУАРР от 2011 г. Научните му интереси са в областта на финансовия и банковия риск мениджмънт, а също и управлението на инвестиционни портфейли.

Доц. д-р Бисер Кръстев е преподавател във ВУАРР от 2011 г. Работи по проблемите на банковия мениджмънт, финансовото посредничество, оценка на бизнеса.

Доц. д-р Виржиния Желязкова е зам.-ректор във Висшето училище по застраховане и финанси. Научните ѝ интереси са в областта на кръговата икономика, екологичния риск и банковия мениджмънт.

Доц. д-р Яким Китанов е декан на академичната програма във ВУЗФ, София. Работи по проблемите на финансирането на екологичната политика на държавата, инвестиционния и иновационния мениджмънт.

Ас. Николина Марева е преподавател на основен трудов договор във ВУАРР. Работи по проблемите на социалното осигуряване и фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, инвестиционния риск мениджмънт.

INVESTMENT RISK MANAGEMENT IN ENTREPRENEURIAL ACTIVITIES: NATURE, AIM AND CONTEMPORARY ASPECTS

Abstract

Investment risk management has been gaining an increasing importance in the becoming more and more dynamic business environment. Entrepreneurs as economic agents whose role for innovations and economic growth is instrumental in every modern market economy, are placing attention on risk management in all their activities.

Subjects to the current paper are strategic management of investment risks, some key features of it and certain specific modern aspects of it. One of those aspects is related to the role, which is gaining momentum that environmental and social problems have on business climate and the necessity to manage the various risks arising in investment activities from these problems.

The aim of the research is to summarize the foundations of the chosen topic first within a theoretical, conceptual framework and afterwards the main tendencies in the specifics of risk management, related to environmental and social problems, to be outlined and analyzed.

Keywords: investment risk, strategic risk management, sustainable investment, responsible investment, negative screening.

УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ РИСК В ПРЕДПРИЕМАЧЕСКАТА ДЕЙНОСТ: СЪЩНОСТ, ЦЕЛИ И СЪВРЕМЕННИ АСПЕКТИ

Научен колектив:

Ръководител: проф. д-р Огняна Стоичкова

Състав:

доц. д-р Георги Георгиев

доц. д-р Бисер Кръстев

доц. д-р Виржиния Желязкова (привлечен член от ВУЗФ)

доц. д-р Яким Китанов (привлечен член от ВУЗФ)

ас. Николина Марева

Резюме

Управлението на инвестиционния риск добива нарастващо значение в ставащата все по-динамична бизнес среда. Предприемачите като икономически субекти, чиято роля е централна за иновациите и икономическия растеж във всяка съвременна пазарна икономика, също се стремят да управляват рисковете в своите дейности.

Обект на настоящото изследване е същността на стратегическото управление на инвестиционните рискове, някои негови основни особености и проявлението на някои специфични негови аспекти в съвременността. Един от тези аспекти е свързан със засилващото се влияние на проблемите на околната среда и обществото върху бизнес климата и необходимостта от управлението на различните видове рискове, свързани с тези проблеми, които се появяват в инвестиционната дейност.

Целта е да се обобщят основните положения на избраната проблематика първо в теоретичен, концептуален план, а след това да се открият и да се анализират тенденциите, проявяващи се в конкретиката на управлението на рисковете, свързани с околната среда и обществото (екологични и социални рискове).

Ключови думи: инвестиционен риск, стратегическо управление на риска, устойчиви инвестиции, отговорни инвестиции, негативен скрининг.

ВЪВЕДЕНИЕ

Управлението на инвестиционния риск добива нарастващо значение в ставащата все по-динамична бизнес среда. Предприемачите като икономически субекти, чиято роля е централна за иновациите и икономическия растеж във всяка съвременна пазарна икономика, също се стремят да управляват рисковете в своите дейности. Инвестициите от своя страна са също основен фактор за икономическия растеж¹, а също така и вложения в бъдещето².

Обект на настоящото изследване е същността на стратегическото управление на инвестиционните рискове, някои негови основни особености и проявлението на някои специфични негови аспекти в съвременността. Един от тези аспекти е свързан със засилващото се влияние на проблемите на околната среда и обществото върху бизнес климата и необходимостта от управлението на различните видове рискове, свързани с тези проблеми, които се появяват в инвестиционната дейност.

Целта е да се обобщят основните положения на избраната проблематика първо в теоретичен, концептуален план, а след това да се открийт и да се анализират тенденциите, проявяващи се в конкретиката на управлението на рисковете, свързани с околната среда и обществото (екологични и социални рискове) под формата на т.нар. устойчиво или отговорно инвестиране.

МАТЕРИАЛИ И МЕТОДИ

Използваната методика е предимно от областта на качествения и сравнителния анализ. Материалите за анализа са както от национални, така и от международни източници, като във втора глава са използвани базите данни на *Eurosif* и *GISA*.

СТРАТЕГИИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ РИСКОВЕ

Цели на стратегическото управление на риска

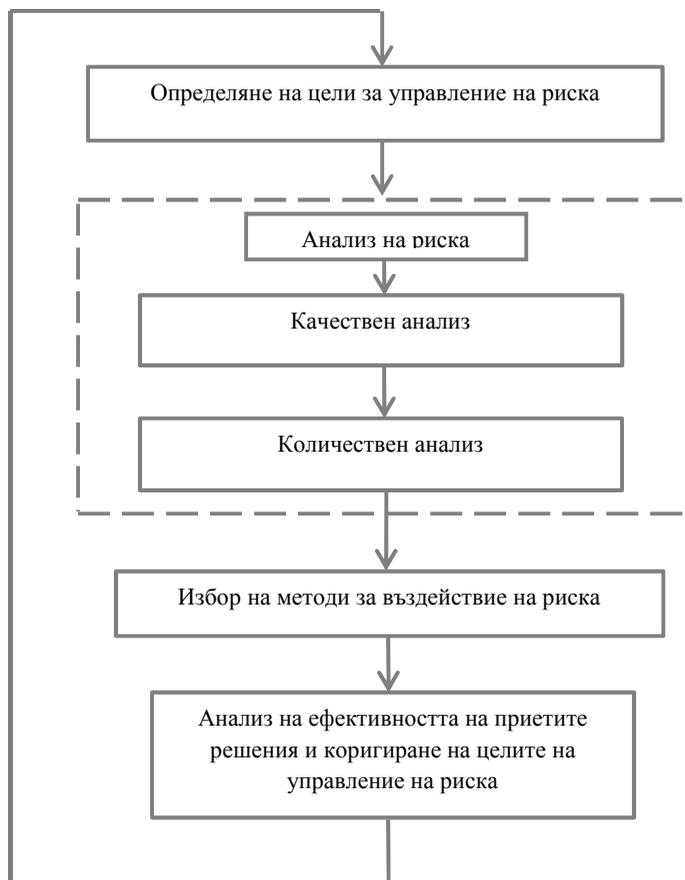
Цел на *стратегическото управление на риска* е да се създаде инвестиционна система за сигурност в предприятието. И тук е изключително важна ролята на рисковата диагностика, която „в контекста на съвременния риск мениджмънт е първият, основополагащ

¹ Георгиев, Г., Кръстев, Б., Марева, Н. Инвестиции, Изд. „Макрос“, Пловдив, 2015, с. 9.

² Стоичкова, О. Регулиране на инвестиционната политика на държавата. Сборник от материали на научна конференция на тема: „Проблеми и насоки на регионалното развитие в България“, ВУАРР, 2015.

компонент (фаза, етап, процедура), който служи за база за следващите етапи в управлението на риска³. Целта на *тактическото управление на риска* е осигуряването на ръст на капитала вследствие на намаляването на рисковете за проекта.

На етапа на поставянето на *стратегическите* цели на управление на риска се прилагат методите за анализ и прогнозиране на икономическата конюнктура, разкриване на възможностите и нуждите на предприятието в рамките на стратегията и текущия план за развитието му. Трябва да се построи ясна стратегия и на базата ѝ да се изгради политика за управление на риска (Фиг. 1).



Фиг. 1. Определяне на стратегическите цели на управление на риска

³ Габровски, Р. Рискава диагностика и оценка на корпоративните клиенти в общото застраховане. Издателство на ВУЗФ „Св. Григорий Богослов“, София, 2013, с. 18.

Можем да разграничим следните важни моменти при разделението на целите за управление на инвестиционния риск:

(1) рисковете се разглеждат спрямо целите, към постигането на които е насочено инвестиционното решение (стратегическата цел към постигане на стратегическо инвестиционно решение, тактическата цел – към осигуряване на решение за отделни проекти);

(2) рисковете се представят като вероятност за непостигане на избраната цел поради неопределеността на протичането на социално-икономическите процеси и многото възможни ситуации за реализиране на инвестиционното решение.

По отношение на *стратегическите цели на управление* на риска можем да разграничим два вида инвестиционни решения:

(1) въздействието върху паричните потоци в сферата на дългосрочните инвестиционни решения;

(2) формиране на направление на паричните потоци на предприятието, за да се улесни влиянието му върху външната среда.

Всъщност *стратегическото управление* на инвестиционните рискове е въздействие на управляващите подсистеми върху инвестиционната сигурност на предприятието чрез оптимизиране на ресурсните потоци и взаимодействието на предприятието със субектите на външната среда.

Тактическото управление на инвестиционните рискове трябва да осигури такъв паричен поток, който да формира фиксирана форма на финансиране на производството и да осигури печалба. Различават се следните видове решения:

(1) своевременно привличане на ресурси, съответстващи по количество и качество на изискванията на проекта;

(2) рационално разпределяне и комбиниране на ресурсите.

Тези решения са насочени към максимизиране на капитала за отделните проекти чрез намаляване на риска.

Стратегията за управление на риска включва следните общи процедури:

(1) поемане на риска от предприятието (на своя отговорност);

(2) отказ на риска;

(3) прехвърляне на част или на цялата отговорност за риска на други субекти.

Изборът на процедура за управление на риска се определя от общата стратегия по отношение на риска, която зависи от размера на потенциалните загуби, от една страна, и от финансовите възможности – от друга.

Стратегиите на предприятието по отношение на риска могат да бъдат различни. За *предпазливата стратегия* са характерни такива процедура за управление на риска като отказ от риск и прехвърляне на риска на други субекти. Тази стратегия се характеризира с това, че управлението на фирмата предпочита да минимизира риска от банкрут, загуба на планирания доход или печалба. Често точно по-рискованата стратегия позволява да се завладее нова пазарна ниша.

За по-рискованата стратегия на управление на риска са характерни такива процедури като поемане на риска и прехвърлянето на риска на други субекти. В този случай размерът на риска, останал за фирмата, може да се окаже твърде голям и тя може частично или напълно да прехвърли на друг субект само *прекомерния риск*.

Да разгледаме някои начини за управление на инвестиционните рискове:

(1)*прехвърляне на риска* – най-простият начин да се избегне операционния валутен риск. По възможност се прехвърля на партньора по сделката;

(2)*салдиране на операционния риск* – метод за намаляване на риска за големите компании. Ако компанията има различни дейности в различни страни и валути, рискът се намалява, като различните сделки в една валута се салдират, а неблагоприятното промяна в курса на една валута се компенсира от благоприятната промяна на друга;

(3)*кръстосано хеджиране* се прилага в сделки с компании от страни, чиито валути са вързани с някоя от твърдите валути. Ако стандартните методи на хеджиране (чрез фючърси, опции и др.) са неприложими, поради слабо развития валутен пазар на дадена страна, хеджира се промяната на курса на твърдата валута, за която е вързана валутата на тази страна;

(4)*паралелни заеми* се използват от мултинационални компании за снижение на дългосрочните операционни рискове. Това означава, че компания от страна А иска да инвестира в страна Б, а компанията от страна Б – в страна А. В този случай, за да се избегне риск от промяна във валутния курс, компания А взема заем от компания Б във валута Б, а компания Б взема такъв заем от компания А във валута А. След приключване на инвестиционния проект компаниите изчисляват получените в чужда валута печалби след конвертиране на валутата, а свързаните с това рискове изчезват;

(5)*застраховане на операционни рискове* чрез застрахователни компании или други трети лица. Това е много разпространен начин за намаляване на операционните рискове. Застрахователно събитие се

определя от намаляването или нарастването на обменния курс по-долу или по-горе от определеното в застрахователния договор ниво.

(6) *Застраховане на кредитните експозиции* – този тип застраховка „добива все по-голяма популярност в последните години“⁴. Неин „обект са всички рискове от неизпълнение на финансови задължения от страна на кредитополучателя по условията за договор за кредит“.

Подбор на методи за въздействие на риска

Тази дейност се осъществява на базата на плана за стратегическо развитие на фирмата. За дългосрочното управление на рисковете, възникващи вследствие на инвестиционната дейност, фирмата подготвя обобщен доклад от мониторинга на рисковете за предстоящата година. Съответните куратори трябва да представят през текущата година разработени за следващата година предложения и мониторинг на инвестиционните рискове.

В края на всяка година се прави корекция на обобщения мониторинг на рисковете. Уточнява се реализирането на потенциални рискови събития и техните размери.

Предложението за методи на управление на рисковете за конкретен проект се прави от риск мениджъра заедно с куратора. Риск мениджърът прави анализ на необходимостта от привличане на научноизследователски организации, определя необходимите видове изследвания и дейности, разходите за набелязаните цели. Това се отнася за особено важни проекти.

Бюджетът на мониторинга на риска в договора се определя от главния мениджър, съгласувано с другите звена в компанията.

Структура на мониторинга

Съдържанието на документа, отразяващ мониторинга, зависи от вида на дейността, характера на придобитите средства, условията и особеностите на проекта.

За мониторинга се възприема следната структура:

- (1) титулна/заглавна страница;
- (2) съдържание;
- (3) въведение;
- (4) структура на рисковете на проекта;
- (5) оценка на инвестиционните рискове;

⁴ Христозов, Ж., Димитров, П. Застрахователни продукти, Издателство на ВУЗФ, София, 2012, с. 251.

- (6) обосновка на методите за въздействие на риска;
- (7) резюме;
- (8) приложения.

Заглавната страница, съдържанието и бизнес планът се оформят по установените правила.

В раздела „Въведение“ се дават общи сведения за проекта: определят се целта и пътят за постигането ѝ; фиксират се потенциалните проблеми, решението на които е необходимо за постигането на целите; анализират се предимствата и недостатъците на пътищата за постигане на целите и се определя оптималният от тях.

В раздела „Структура на рисковете“ се прилага разработена система от рискове, които евентуално биха се реализирали в рамките на проекта, детайлите в дейностите, които са документално доказани, и анализ на резултатите.

Анализира се необходимостта от включването в структурата на инвестиционните рискове такива рискове, които са свързани с: (1) извършването на работата, получаването на проектосметната документация; (2) разработването на технико-икономическа обосновка на проекта. Структурата на тези рискове се основава на налични резултати от изследвания.

В раздела „Оценка на инвестиционните рискове“ се представят обобщени показатели, показващи значението на разглежданите рискове за проекта и фирмата. Оценката на значението на инвестиционните рискове става на етапите на приемане на инвестиционното решение и на реализацията на проекта.

Принципът на оценка на рисковете е еднакъв във всички стадии на проекта. Основни от тях са: (1) разглеждането на рисковете от позиция на стратегическото планиране на компанията; (2) приблизителна оценка на последствията от риска чрез съпоставка между „без“ и „с“ риск; (3) оценка на вероятността за настъпване се прави на основата на опита, натрупан от управлението на инвестиционните рискове, и на основата на изследвания на експерти; (4) отчитане на фактора време.

Определяне на значението на инвестиционния риск

Според някои автори методите за оценка на значението на риска имат три основни фази: *Фаза на идентификация*; *Фаза на анализ и оценка* и *Фаза на ранжиране*.⁵ За определяне на значението на

⁵ Владимирова, Л. Систематизация на методите за оценка на риска за възникване на технологични бедствия. Русенски университет, с. 13.

инвестиционния риск се прилагат следните методи (препоръчва се да се прилагат заедно няколко, даже всички):

- (1)метод на дървото на решенията;
- (2)анализ на чувствителността;
- (3)метод на сценариите;
- (4)метод Монте Карло;
- (5)експертен метод.

1. Методът на сценариите е най-ефективен при производствените рискове, свързани с недостиг на оборудване и се провежда по следния начин:

(1)проектът се разработва на етапи, всеки следващ от които зависи от предходния;

(2)предвижда се възможността от приемане на решение на всеки етап в точката на приемане на решение, следваща получаването на резултати от предходния етап;

(3)не би трябвало да има повече от три-четири варианта на резултати на всеки етап;

(4)оценява се вероятността на всеки резултат (сумата от вероятностите трябва да е равна на 1);

(5)определят се точките (възлите) на приемане на решение и се определят вариантите на решение;

(6)прави се графично изобразяване на клонките и възлите на приемане на решение и получаване на резултати чрез ползване на софтуер;

2. Анализ на чувствителността – най-илюстративният метод за показване и разглеждане на влиянието на отделните фактори на риск при изпълнение на проекта. Алгоритъмът на действие в такива случаи е следният:

(1)избират се параметри на проекта, чието влияние трябва да се отчита при анализа на общия риск;

(2)минималната стойност на всеки фактор се избира така, че според експертната оценка реалната стойност на факторите може да е равна или по-малка от тази стойност в не повече от 5% от случаите;

(3)максималната стойност на всеки фактор се избира така, че според експертната оценка реалната стойност може да е равна или по-голяма от тази стойност с не повече от 5% от случаите;

(4)прави се преглед на стойностите на ликвидност на лизингополучателя за всеки фактор от минималната до максималната стойност;

(5)резултатите от изчислението на чувствителността се изразява с „Торнадо“ диаграма и (или) с „Паяк“ диаграма.

В диаграмата „Торнадо“ базовата стойност на платежоспособността се изразява с плътна вертикална линия (ос „Торнадо“), а отклоненията, възникващи вследствие изменението на стойността на факторите, са разположени вляво и вдясно от оста и образуват фуния „Торнадо“ (предварително факторите трябва да се ранжират по степента на влияние върху платежоспособността).

Диаграмата „Паяк“ отразява влиянието на факторите върху резултатите от проекта и представлява графики, изобразени на осите: отклонение на фактора от базовата стойност в % и платежоспособност.

3. Метод на сценариите – имитират се няколко варианта на развитие на лизинговия проект и за всеки от тях се оценява инвестиционния риск. Разглеждат се три сценария на развитие на събитията, определени като песимистичен, реалистичен и оптимистичен.

4. Метод Монте Карло – построява се модел, който съдържа произволни величини, върху който впоследствие се правят поредица от числени експерименти за целите на оценката на влиянието на различните изходни величини върху вероятността за запазване на платежоспособността на лизингополучателя:

(1)определя се функцията на разпределение на всеки от входните параметри на модела;

(2)между входните параметри се определят взаимовръзки, показващи на изхода степента на риск на проекта;

(3)провежда се серия от (100.*n*) числени експерименти, където *n* е броят фактори;

(4)построява се функция на разпределение на резултатите и се изчисляват параметрите на иска.

5. Експертен метод – прилага се за изграждане на интегрален показател за рисковаността на лизинговия проект спрямо фактори, които нямат числов характер, и включва следните степени:

(1)формулиране на целите на експертното проучване;

(2)определяне на експертна група;

(3)одобряване на програмата на експертното проучване;

(4)събиране на експертната информация;

(5)анализ на експертната информация.

Получените от прилагането на всеки от методите резултати се анализират в посока на влиянието на рисковите събития върху платежоспособността и приемливостта на дадения риск. Определят се

вероятността от поява на инвестиционен риск и възможните пътища и начини за въздействие върху последствията от рисковото събитие.

Значението на инвестиционния риск за компанията се определя по два критерия: (1) размера на последствията и (2) вероятността за настъпване на рисковото събитие. *Размерът на последствията* се определя като разлика между плащанията без рисковото събитие и тези с рисковото събитие. *Вероятността за настъпване на рисковото събитие* е положителна цифрова характеристика на шансовете за реализация на рисковото събитие, даваща стойност, равна на 1, заедно с вероятността от обратно събитие.

Изводите се изобразяват на картата на риска върху осите – последствия от риска и вероятност от настъпване.

ОТГОВОРНОТО ИНВЕСТИРАНЕ КАТО НОВА ТЕНДЕНЦИЯ В ИНВЕСТИЦИОННИТЕ СТРАТЕГИИ

Както вече стана дума в изложението, инвестициите играят важна роля в съвременната пазарна икономика⁶. Те изразяват „инвестирането на капитала с цел неговото последващо увеличение“⁷. Естествено е при това положение да се отдава предпочитание на проекти и дейности, „които гарантират на фирмата максимална ефективност“⁸.

Сред най-новите тенденции на капиталовите пазари, свързани с инвестиционните дейности на отделните предприемачи, се откроява отговорното или устойчивото инвестиране. Този тип инвестиране представлява начин за активно управление на екологичните и социалните рискове в различните бизнес дейности и затова се спираме по-подробно на него в изложението, което следва. Възникването на понятията устойчиво и отговорно инвестиране следва тенденцията на отдаване на нарастващо значение на устойчивото развитие. Устойчивото развитие от своя страна „е термин, който обединява целите на икономическото развитие и социалното развитие, наред с опазването на околната среда“⁹.

Дефинирането на прецизна типология на отговорните, устойчивите и социално отговорните инвестиции не е лесна задача. Първо, тези понятия са сравнително нови както за финансовата практика, така и за научната литература. Второ, те обхващат твърде

⁶ Георгиев, Г., Кръстев, Б., Марева, Н. Инвестиции, Изд. „Макрос“, Пловдив, 2015, с. 9.

⁷ Китанов, Я. Основи на инвестиционния мениджмънт. Издателство на ВУЗФ, София, 2015, с. 4.

⁸ Китанов, Я. Основи на инвестиционния мениджмънт. Издателство на ВУЗФ, София, 2015, с. 11.

⁹ Добрева, Ю. Устойчиво развитие на икономиката. Проблеми и перспективи. Изд. „Св. Сригорий Богослов“, София, 2016, с. 23.

много фактори и явления, които влияят върху финансовия резултат на компаниите – емитенти на ценни книжа, и това затруднява простото им дефиниране. Поради тези причини съществуват няколко понятия (посочените по-горе), които в редица случаи се използват като синоними, докато в литературата се спори доколко подходящо е това да се прави. Друга трудност произтича от сложността да се дефинира понятието „отговорна“ и „устойчива“ за дадена компания. В много случаи се сблъскваме с противоречия, произтичащи от самите особености на дейността на компаниите. Например може ли да бъде определена като отговорна спрямо обществото (и следователно инвестирането в нейни ценни книги да се счита за отговорно) компания, която, от една страна, произвежда висококачествени козметични продукти, използвайки екологични методи, без да добавя вредни съставки като консерванти, парабени и др., но за събирането на някои от суровините, необходими за производствения процес, се използва детски труд? И ако все пак тя бъде определена като отговорна, защото продуктите, които произвежда, притежават определени качества, в коя категория отговорни компании следва да бъде поставена – в този случай отговорни към околната среда може би, но не и към обществото. В подобни случаи мениджърите, управляващи активи, следва да приложат собствената си логика и да преценят дали е „устойчиво“ инвестирането в подобни компании. За тях е много важно да се определи доколко дадена компания е отговорна и в коя категория да бъде поставена, тъй като от това зависят очакванията на пазара за нейното представяне, а тези очаквания се отразяват в цените на ценните ѝ книжа.

Алтернативен подход представлява стремежът да се определи какво означава дадена компания да не е отговорна и устойчива и въз основа на това, по метода на изключването, да се стигне до извода кои компании могат да бъдат определени като такива. И при този подход обаче, както се отбелязва и в научната литература по въпроса, се прилага значима степен на субективизъм, поради липсата на ясно дефинирани критерии за категоризация на компаниите.¹⁰ Начинът, по който става определянето на устойчивите и отговорните инвестиции, не е чисто теоретичен въпрос. Той засяга възвращаемостта на портфейлите, при формирането на които се прилагат стратегии за отговорно инвестиране.

¹⁰ Jan Trinks, Pieter, and Scholtens, Bert. The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 2015. Available at: <http://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2684-3/fulltext.html>, retrieved 31.05.2015.

В практиката се прилагат две модификации на метода на изключването, за да се определи дали дадена компания е устойчива и отговорна – изключване в широкия смисъл и такова в тесен, конкретен смисъл. Първата модификация на метода предполага дефинирането на широк спектър от характеристики, които компаниите не трябва да притежават, за да бъдат категоризирани като устойчиви и отговорни. При втората модификация обикновено се стъпва на определението за т.нар. „греховни ценни книжа“ (sin stocks).¹¹ „Греховните ценни книжа“ са емитирани от компании, чиято дейност по своята същност е явно вредна за околната среда или за физическото или психическото здраве на хората. Определенията за греховни ценни книжа варират, но може би най-известните се свързват с т.нар. „триумвират“ на алкохол, цигари и хазартна дейност и с предложенията от Ahrens т.нар. „портфейл на четирите В“, който включва ценни книги на компании от алкохолната, хазартната, оръжейната и порно индустрията (от ‘booze, bets, bombs, and butts’).¹²

Друга малко по-разширена дефиниция на греховните ценни книжа предлагат Lobe и Walkshäusl. Според тях алкохолът, тютюнът, хазартът, оръжията и порнографията представляват т.нар. „секстет на греховете“ („Sextet of Sins“).¹³ С понятието *медицински грях* от друга страна се обозначават ценните книги на компании, които извършват противоречиви от етична и здравословна гледна точка медицински дейности като аборти, тестове върху животни, производство и дистрибуция на контрацептиви, генно инженерство, извличане на ембрионални стволови клетки и др.¹⁴

Една от най-широко използваните дефиниции на понятието устойчиво и отговорно инвестиране си остава тази на Eurosif: „Устойчиво и отговорно инвестиране включва всички стратегии, които даден инвеститор може да прилага, и които отчитат екологичните, социалните и управленските аспекти и анализи“¹⁵.

¹¹ За повече вж. Renneboog, L., ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742. Fabozzi, F. J., Ma, K. C., & Oliphant, B. J. (2008). Sin stock returns. *The Journal of Portfolio Management*, 35(1), 82–94, and MSCI (2013). Business involvement screening research. definitions and scope. http://help.riskmetrics.com/Screener/Content/Methodology/Business_Involv_Meth.pdf, retrieved on 6 June 2015.

¹² Ahrens, D. (2004). *Investing in vice: The recession-proof portfolio of booze, bets, bombs, and butts*. New York: St. Martin's Press.

¹³ Lobe, S., & Walkshäusl, C. (2011). *Vice versus virtue investing around the world*. Unpublished working paper, University of Regensburg. <http://dx.doi.org/10.2139/ssm.1089827>. Retrieved 6 June 2015.

¹⁴ Jan Trinks, Pieter, and Scholtens, Bert. The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 2015. Available at: <http://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2684-3/fulltext.html>, retrieved 31.05.2015.

¹⁵ Eurosif. European SRI Study, 2014. Available at: <http://www.eurosif.org/our-work/research/sri/european-sri-study-2014/>, retrieved 1 May, 2015, p. 10.

Инвестиционни стратегии за устойчиво инвестиране на капиталовите пазари

Както вече стана дума, големите организации като GSIA, Eurosif, EFAMA, PRI са разработили собствени типологии на основните стратегии, които се прилагат от инвеститорите, имащи желание да вложат средства в устойчиви и отговорни компании.

Разграничаването на стратегии е изключително важно, тъй като прилагането на всяка от тях носи със себе си определени рискове, на които съответстват и различни равнища на реализирана и на очаквана възвращаемост. Както ще стане ясно по-долу, стратегиите се асоциират предимно с избор на един или друг тип устойчиви и отговорни компании, в които се инвестира, и по-скоро може да се каже, че кореспондират с типологията на самите тези компании. Познаването на основните инвестиционни стратегии е полезно от гледна точка на това, че данните за тях дават добра представа за тенденциите на пазарите – за интереса към ценните книжа на компании, които могат да бъдат определени като устойчиви и отговорни.

Може да се каже, че се открояват **седем вида инвестиционни стратегии**. И четирите организации – GSIA, Eurosif, EFAMA, PRI, ги дефинират по сходен начин. Тези седем стратегии, както са представени в последния доклад на GSIA от 2014 г., са следните:

1. **Негативен скрининг** или прилагане на метода на изключването. Този тип стратегия се откроява като най-често прилаганата към момента, като лидер в това отношение безспорно е Европа. Прилагането ѝ се състои, най-общо казано, в отказ от закупуване на ценни книжа на компании, които не прилагат определени екологични, социални и управленски политики.

2. **Интегриране на екологични, социални и управленски критерии в процеса на вземане на решение или само „интегриране“** дали да се инвестира в дадена компания или не. Тази стратегия е на второ място по приложение на този етап. Тя предполага самите инвеститори или мениджърите, управляващи инвестиционния процес, да са възприели конкретни критерии и да ги прилагат активно като част от финансовия анализ за вземане на инвестиционно решение.

3. На трето място по приложение е стратегията, при която инвеститорите или мениджърите на активи се стремят да идентифицират компании, в които явно се наблюдава политика на даване на възможност на акционерите да упражняват влияние за поемане на ангажименти за прилагане на екологични, социални и

конкретни управленски практики. Тази стратегия накратко е известна като **„корпоративна ангажираност и активност на акционерите“** (Corporate engagement and shareholder action).

4. На следващо място е т.нар. **позитивен скрининг** (positive/best-in-class screening). Тоест избират се компании, които, сравнени с конкурентите си, се отличават в прилагането на екологични, социални и конкретни управленски критерии.

5. **Нормативен скрининг** (Norms-based screening). В този случай инвестирането става, след като се направи скрининг, или детайлно проучване, на възможните инвестиционни избори въз основа на минимални стандарти (норми) в практиката на бизнеса.

6. **Инвестиране, тематично ориентирано към устойчивото развитие** (Sustainability-themed investing). Когато се прилага тази стратегия, се търсят компании и съответно видове ценни книжа, които тематично са ориентирани към устойчивото развитие по един или друг начин.

7. Последната стратегия, която представяме тук, е инвестирането с цел постигане на значим ефект („инвестиране във въздействие“) чрез влагане на средства в различни активи или инициативи, чиято цел е **преодоляването или подобряването на състоянието на даден екологичен или социален проблем** (Impact/community investing). Тази стратегия отбелязва най-висок темп на растеж – 146%, в периода 2012–2014 г.¹⁶. Сходни на тази класификация са и класификациите, предлагани от Eurosif, PRI и EFAMA. Те са представени в сравнителен план по-долу.

Сравнение между класификациите на инвестиционните стратегии

Сравнението, представено на фиг. 2, показва, че водещите организации, които изследват пазара на устойчиви и отговорни инвестиции, използват сходни, почти идентични класификации на стратегиите, които инвеститорите прилагат, когато влагат средства с подобна насоченост. Прави впечатление, че PRI и EFAMA не разграничават отделна стратегия за инвестиране с цел ефект/общности и това вероятно се дължи на твърде малкия, въпреки силния ръст през последните години, обем на средствата, вложени по линия на тази стратегия. Другото различие е в това, че EFAMA не отграничава отделна стратегия за интегриране на екологични, социални и управленски критерии в инвестиционния процес.

¹⁶ Global Sustainable Investment Review 2014. GSIA. Available on http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf, retrieved 28 June 2015, p. 3.

GSIA	Eurosif	PRI	EFAMA
Негативен скрийнинг по екологични, социални и управленски критерии	Изключване	Негативен/изключващ скрийнинг по екологични, социални и управленски критерии	Негативен скрийнинг или изключване
Интегриране на екологични, социални и управленски критерии	Интегриране на екологични, социални и управленски критерии	Интегриране на екологични, социални и управленски въпроси	-
Корпоративна ангажираност и активност на акционерите	Ангажираност и гласуване	Ангажираност (три вида)	Ангажираност (гласуване)
Нормативен скрийнинг	Нормативен скрийнинг	Нормативен скрийнинг	Нормативен скрийнинг
Позитивен скрийнинг по екологични, социални и управленски критерии и избор на най-добрите	Избор на най-добрите	Позитивен скрийнинг по екологични, социални и управленски критерии и избор на най-добрите	Политика на най-добрите
Тематично ориентиране към устойчивото развитие	Тематично ориентиране към устойчивото развитие	Инвестиране, тематично ориентирано към екологични, социални и управленски въпроси	Тематично инвестиране
Инвестиране с цел ефект/ общности	Инвестиране с цел ефект	-	-

Фиг. 2. Сравнение между инвестиционните стратегии

Източник: *European SRI Study, 2014. Eurosif. Available at: <http://www.eurosif.org/our-work/research/sri/european-sri-study-2014/>, изтеглен на 1.05.2016 г., с. 8.*

Въпреки тези малки различия, като цяло класификациите са твърде сходни. Много е важно, че са изготвени и че се проследяват данни за всяка от тях. Те са особено полезни, когато се търси отговор на трите ключови въпроса, интересувачи инвеститорите:

- Какви точно стратегии съществуват към момента;
- Кои са предпочитаните стратегии;
- Какъв е ръстът на управляваните средства при всяка от тези стратегии.

Изследванията на GSIA показват, че за последните няколко години най-прилаганите от инвеститорите стратегии на капиталовите пазари в областта на зелените ценни книжа са негативният скрийнинг и интегрирането на екологични, социални и управленски критерии в процеса на вземане на решение, като негативният скрийнинг определено се налага като най-предпочитаната стратегия в глобален план. По данните от последния доклад на GSIA от 2014 г., в този тип стратегия са инвестирани 14,4 трилиона щатски долара активи под управление

предимно на европейските пазари¹⁷. Успехът на тази стратегия вероятно се дължи на нейната простота и яснота от методологическа гледна точка. При прилагането ѝ мениджърите на активи просто избягват инвестирането в дейности, които не отговарят на определени базови екологични, социални и управленски критерии, откъдето произтича и другото наименование на стратегията – „изключващ скрининг“ (“exclusionary screening”). Засега няма единна класификация, в която да е описано на кои точно екологични, социални и управленски критерии трябва да отговарят фирмите, за да не бъдат изключвани от инвеститорите в процеса на вземане на инвестиционно решение.

В това отношение PRI предоставят подробни примери за видовете скрининг, които най-често се прилагат в практиката, но не се ангажира да подкрепя нито един от тях. Просто прокламира, че поддържа стратегиите, при прилагането на които „инвеститорите са напълно наясно с последствията от инвестициите, които правят, и имат възможност да предоставят отчети относно тези инвестиции на клиентите и бенефициентите си“¹⁸.

С оглед на това, че Европа се откроява като лидер в прилагането на стратегията на негативен скрининг, на Фиг. 3 по-долу са илюстрирани данни на Eurgosif относно приложението ѝ.

Както е видно от фигурата, ръстът на активите под управление в тази стратегия е значителен. Само за периода 2011 – 2013 г. той достига цели 91,2%, което прави особено впечатление, като се има предвид, че през тези години се наблюдава стагнация на редица пазари вследствие на глобалната финансова криза.

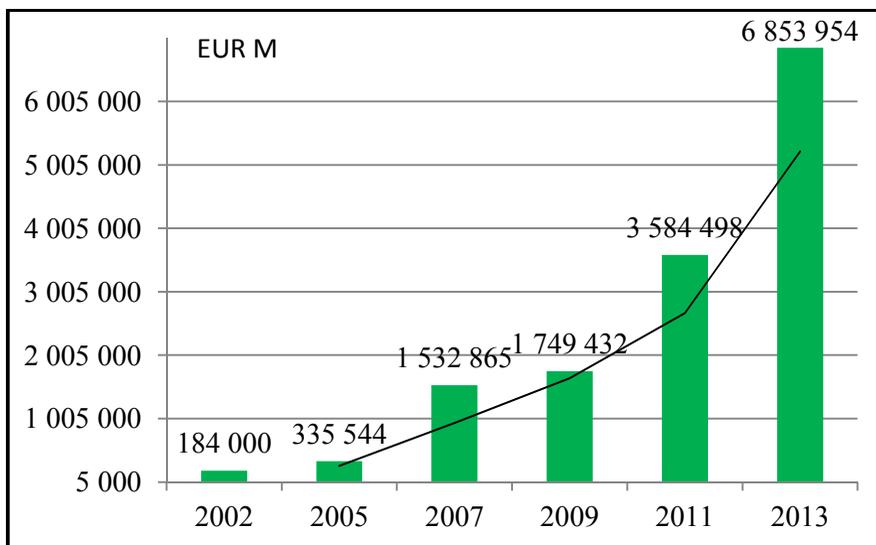
По същото време в САЩ, Австралия, Нова Зеландия и Азия като доминираща стратегия се откроява интегрирането на екологични, социални и управленски критерии в инвестиционния процес, като през 2014 г. (последната година, за която до 2016 г. има актуални данни) стойността на активите под управление при прилагането ѝ са били 12,9 трилиона щ.д.¹⁹. В Канада предпочитаната стратегия за същия период определено е корпоративната ангажираност и активност на акционерите, като през 2014 г. в нея са инвестирани 0,7 трлн. щ. д.²⁰.

¹⁷ Global Sustainable Investment Review 2014. GSIA. Available on http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf, retrieved 28 June 2015, p. 3.

¹⁸ Screening. PRI. Available at: <http://www.unpri.org/areas-of-work/implementation-support/fix-income/screening/>, retrieved on 18 June 2015.

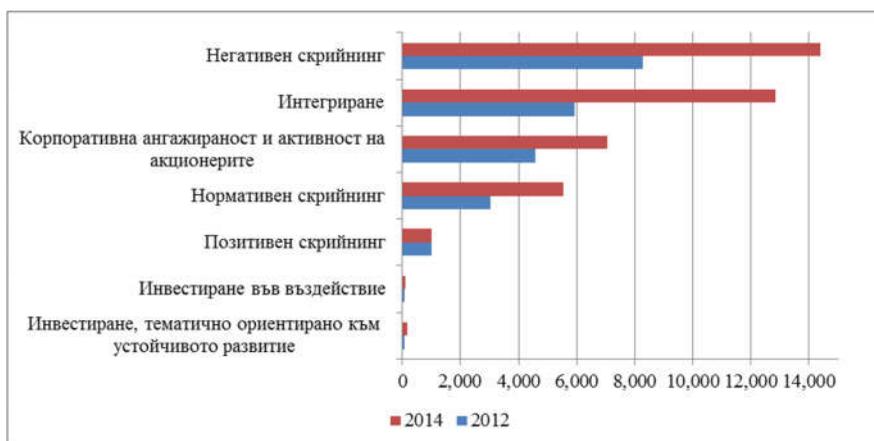
¹⁹ Global Sustainable Investment Review 2014. GSIA. Available on http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf, retrieved 28 June 2015, p. 3

²⁰ Global Sustainable Investment Review 2014. GSIA. Available on http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf, retrieved 28 June 2015, p. 3



Фиг. 3. Ръст на инвестициите при прилагането на стратегията „негативен скрийнинг“ в Европа (в млн. евро)

Източник: Eurosif, 2014



Фиг. 4. Ръст на прилагането на стратегии за устойчиво инвестиране в периода 2012 – 2014 г. (в млн. щ.д.)

Източник: GSIA, 2014 г.

На останалите четири стратегии се падат по-малък обем в абсолютни стойности активи под управление, въпреки че се наблюдава силен ръст и при тях през последните години, като тази тенденция е особено видна при стратегията „инвестиране във въздействие“ или

„преодоляването или подобряването на състоянието на даден екологичен или социален проблем“. Тенденциите в периода между двата доклада на GSIA 2012 – 2014 г. са илюстрирани на Фиг. 4. От нея става ясно, че всички стратегии бележат значим ръст, като съвкупното увеличение на стойността на активите под управление е около 100% – от 22 997 млн. щ.д. през 2012 г. на 41 091 млн. щ.д. през 2014 г.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Същността на инвестиционния риск принципно е еднаква за всички видове бизнес дейности. Инвестиционният риск се характеризира със собствени особености и начини на проявление. Познаването на неговата същност улеснява идентифицирането на отделните му аспекти и оттам – на стратегиите за неговото управление. Начините, по които той се проявява в предприемаческата дейност, могат да бъдат най-разнообразни.

Управлението на инвестиционния риск в предприемаческата дейност от своя страна следва линиите на неговото проявление. Характерното за предприемаческата дейност е, че в зависимост от сферата на икономическа активност, в която се развива бизнесът, динамиката при нея може да варира значително. Това изисква и прилагането на различни стратегии и техники за управлението на отделните видове инвестиционни рискове, които се наблюдават в течение на времето.

През последните години все повече внимание се отделя на значението на опазването на околната среда и на правата на човека. В резултат от активните политики на редица държавни органи по света, сред които Европейската комисия заема лидерска позиция, се създават разрастващ се брой регулации с цел да се ограничат вредните последици за околната среда и обществото в следствие на различни бизнес дейности. Тази тенденция естествено води до появата на нови видове рискове, пред които са изправени предприемачите. Такива са екологичният и социалният риск, които вече неизменно съпътстват почти всяка инвестиционна дейност и чието активно управление се свързва с понятието устойчиво или отговорно инвестиране.

Както се вижда от представените данни от GSIA и от направения анализ, през последните години се наблюдава засилен интерес от страна на инвестиционната общност към влагането на средства в ценни книжа на компании, които могат да бъдат определени като отговорни към околната среда и обществото. Тази тенденция е показателна за общите пазарни нагласи и резонира с политиките на

ведещите страни в света да работят активно за реализиране на кръгова икономика. Без подкрепата на финансовите пазари това трудно би могло да се случи.

Същевременно финансовите пазари са и един вид барометър на цялостните обществени и икономически нагласи и очаквания. Позитивната им реакция на предлагането на ценни книжа на фирми, които имат активно отношение към проблемите на околната среда, е окуражаваща за всички икономически субекти, работещи за трансформирането на икономическия модел в кръгов, тъй като това означава, че относително по-лесно биха могли да имат достъп до финансиране от пазарите.

БЛАГОДАРНОСТИ

Представените резултати са от изследване, проведено в рамките на научноизследователски проект от Плана за научноизследователската работа на Висше училище по агробизнес и развитие на регионите – Пловдив на тема „Управление на инвестиционния риск в предприемаческата дейност“, изпълняван в периода 2014 – 2016.

ЛИТЕРАТУРА

1. Владимиров, Л. Систематизация на методите за оценка на риска за възникване на технологични бедствия, Русенски университет.
2. Георгиев, Г., Кръстев, Б., Марева, Н. Инвестиции, Изд. „Макрос“, Пловдив, 2015.
3. Добрева, Ю. Устойчиво развитие на икономиката. Проблеми и перспективи. Изд. „Св. Григорий Богослов“, София, 2016.
4. Китанов, Я. Основи на инвестиционния мениджмънт. Издателство на ВУЗФ, София, 2015.
5. Стоичкова, О. Регулиране на инвестиционната политика на държавата. Сборник от материали на научна конференция на тема: „Проблеми и насоки на регионалното развитие в България“, ВУАРР, 2015.
6. Христозов, Ж., Димитров, П. Застрахователни продукти, Издателство на ВУЗФ, София, 2012.
7. Jan Trinks, Pieter, and Scholtens, Bert. The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 2015. Available at: <http://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2684-3/fulltext.html>, retrieved 31.05.2015
8. Renneboog, L., ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742, Fabozzi, F. J., Ma, K. C., & Oliphant, B. J.

(2008). Sin stock returns. *The Journal of Portfolio Management*, 35(1), 82–94, and MSCI (2013). Business involvement screening research. definitions and scope. <http://help.riskmetrics.com/Screeners/Content/Methodology/BusinessInvolvMeth.pdf>, retrieved on 6 June 2015.

9. Ahrens, D. (2004). Investing in vice: The recession-proof portfolio of booze, bets, bombs, and butts. New York: St. Martin's Press.

10. Lobe, S., & Walkshäusl, C. (2011). *Vice versus virtue investing around the world*. Unpublished working paper, University of Regensburg. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1089827>. Retrieved 6 June 2015.

11. Jan Trinks, Pieter, and Scholtens, Bert. The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 2015. Available at: <http://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2684-3/fulltext.html>, retrieved 31.05.2015

12. Eurosif. European SRI Study, 2014. Available at: <http://www.eurosif.org/our-work/research/sri/european-sri-study-2014/>, retrieved 1 May, 2015

13. Global Sustainable Investment Review 2014. GSIA. Available on http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf, retrieved 28 June 2015

14. Screening. PRI. Available at: <http://www.unpri.org/areas-of-work/implementation-support/fixed-income/screening/>, retrieved on 18 June 2015.