

# ЗАСТРАХОВАНЕ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА ДЕЙНОСТ (Инвестиционни решения на формиращите се пазари)

Доц. к. ик. н. МИХАИЛ С. КЛАПКИВ

*Тернополска академия за народно стопанство - Украйна, ръководител на катедра "Застраховане".*

За инвестиционна дейност се смятат тези практически действия на гражданите, юридическите лица и държавите, които са насочени към реализирането на инвестиции. Този процес предвижда придобиването на основни средства, нематериални активи, корпоративни права и ценни книжа в замяна на парични средства или имущество с цел да се получи печалба или да се постигне очакваният социален ефект.<sup>1</sup> Тъй като достигането на крайните цели на инвестиционната дейност не може да се осигури в момента на обмяна, затова по-голямата част от инвестициите се извършват на кредитна основа. Безспорно е, че това обстоятелство е свързано не само с определени предимства, но и с опасността от риск да не бъдат възвърнати или ненавреме да бъдат възвърнати средствата, получени и изразходвани в процеса на инвестиционната дейност. Целта на предлаганата статия е да се очертаят възможните опасности и да се предложат съответните решения за компенсиране на евентуалните вреди чрез застраховането.

\* \* \*

Специалистите твърдят, че финансовият риск (financial risk) в инвестиционната сфера

<sup>1</sup> Закон Украйна "Про инвестиційну діяльність" від 18.09.1991 р. № 1560 - XII.

възниква в случай, че стопанският субект, непосредствено извършвайки инвестиционна операция, частично използва привлечените чужди средства. При това влиза в сила "правилото за финансовия лост" (financial leverage), което води до отрицателни последици в случаите, когато относителният дял на привлечените чужди средства преобладава в активите на предприятието, вследствие на което инвеститорът се лишава от възможността да изпълни своите финансови задължения пред кредиторите-инвеститори.<sup>2</sup> Непосредствените причини за невъзвръщането на инвестиционния финансов кредит са т.н. инвестиционни рискове. Такива рискове могат да бъдат: "лихвеният риск", "валутният риск", "търговският риск", "катастрофалният риск". Кумуляцията на посочените рискове води допълнително до рязко нарастване на загубите в сферата, която е обхваната от инвестиционна дейност.<sup>3</sup> Те предизвикват следните отрицателни последици:

- частична или пълна загуба (невъзвръщане) на инвестираните средства;
- планираната печалба от реализираните инвестиции се получава в непълен размер (не се получава);
- ликвидирание на юридическото лице (смърт на гражданин - частен предприемач) получател на средствата, предназначени за инвестиции;

<sup>2</sup> Jajuda Krzysztof, Jajuda Teresa. Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. — Warszawa: Wyd. naukowe PWN, 1999. — С. 100.

<sup>3</sup> Jajuda Krzysztof, Jajuda Teresa. Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. — Warszawa: Wyd. naukowe PWN, 1999. — С. 100.

– банкрут на субекта на предприемаческа дейност – получател на инвестиции;

– допълнителни разходи, необходими за осъществяване на инвестиционна дейност.

В стремежа си да осигури инвестиционната привлекателност на страната със Закона на Украйна “За режима на чуждестранното инвестиране” (член 11), приет на 19.03.1996 г., специално се предвижда, ако се прекрати инвестиционната дейност на чуждестранния инвеститор, да се гарантира връщането на неговия капитал в натурална форма или във валутата, в която се инвестира, без да се плащат митнически такси, а също така и връщането на доходите от тези инвестиции.<sup>1</sup> Не е случайно, че неизпълнението на условията за възвръщането на средствата, получени от предприятията с цел извършване на инвестиционни мероприятия от отделни специалисти, се оценява дори като покушение срещу икономическата безопасност на държавата.<sup>2</sup> Наред с това, както твърди проф. С. И. Юрий, опитът от функционирането преди всичко на новосъздадените предприятия ни убеждава, че такива предприятия, по правило, се нуждаят тъкмо от дългосрочен кредит, който се използва за заплащане вноса на оборудването, техническата документация, строителните работи, т.е. кредитните отношения се създават в инвестиционната сфера, където рискът от кредитирането е изключително голям.<sup>3</sup> Следователно не е възможно да се избегне напълно невъзвръщането на средствата, получени за инвестиционни цели. Материалите от оценките доказват, че инвестиционният риск в Украйна не само е достигнал критично ниво, но и непрекъснато расте: ако през 1996 г. Украйна е заемала 135-то място измежду 176 страни в света, то през 1997-1998 г. е отстъпила на 136 място. Този показател бе изчислен от международните експерти въз основа на съвкупната оценка на три отделни параметри: икономическата, финансовата и политическата ситуация. Трябва да се подчертае, че най-ниска оценка получи финансовата ситуация, т.е. финансовият риск на инвестиционната дейност се оказа най-висок.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Слободенюк В. Д. Деякі питання іноземного інвестування в Україні // *Фінанси України*. — 1997. — № 6. — С. 58.

<sup>2</sup> Барановський О. І. Інвестиційна безпека // *Фінанси України*. — 1998. — № 9. — С. 60.

<sup>3</sup> Юрій С. І. Спільне підприємництво: фінанси, кредит, валюта. — Тернопіль: Громада, 1995. — С. 130.

<sup>4</sup> Авксентьев Юрий. Формирование новых кредитных институтов // *Економіст*. — 2000. — № 6. — С. 42, 43.

Като се вземат предвид посочените аргументи, става очевидно, че е възникнала обективна необходимост от застраховане на кредитите, получени срещу придобиването на инвестиционни средства. В широк смисъл застраховането на инвестициите може да се разглежда като застраховане на тези кредити, оборудване, инженерни съоръжения и други ценности, които са били придобити, построени, монтирани или внедрени в процеса на реализиране на инвестиционния проект, който има предимно иновационен, неопределен характер. Освен това, тъй като инвестиционната дейност е насочена към получаването на доход, има основание той да бъде разглеждан като отделен обект на застраховането. Във връзка с това многообразието на инвестиционния процес на застрахователния пазар в Украйна се използват няколко вида договори за застраховане на инвестициите:

– застраховане на залога;

– застраховане отговорността на получателя на инвестиции пред инвеститора;

– застраховане на инвестиционните рискове от инвеститора или от получателя на инвестиции;

– застраховане отговорността на инвеститора пред получателя на инвестиции;

– застраховане отговорността на разработващия инвестиционния проект пред клиента;

– застраховане отговорността на експертите на инвестиционния проект пред инвеститора;

– застраховане на имуществените и немуществените права на собственост, представляващи инвестиция.<sup>5</sup>

Отчитайки сложността при определяне нивото на инвестиционния риск, търговските застрахователни компании, по правило, не проявяват особен интерес към застраховането на кредити срещу инвестиции. Според резултатите от дейността на украинските застрахователи през 1999 г. постъпленията на застрахователните плащания от операциите по застраховането на инвестиции са намалели в сравнение с миналата (1998) г. наполовина и са възлезли едва на 165,6 хиляди гривни.<sup>6</sup> Такава тенденция има няколко причини. Една от тях, по мнението на водещите специалисти, е тази, че украинският застрахователен пазар поради

<sup>5</sup> Залетов Олександр. Особливості страхування інвестиційних ризиків // *Фондовий ринок*. — 2000. — № 35. — С. 16.

<sup>6</sup> Основні показники страхової діяльності у 1999 році // *Україна - BUSINESS*. — 2000. — № 14 (463). — С. 3.

незначителния си финансов капацитет и професионална неподготвеност принципно все още не е в състояние да носи отговорност за рисковете, свързани с инвестиционните проекти.<sup>1</sup>

Участието на застрахователните компании в осигуряването на инвестиции в повечето случаи се свежда до застраховане на риска от невъзвръщане на вложените средства, инвестирани от трета страна в определен проект (инвестициите могат да имат характер на преки финансови вложения или на техните стокови еквиваленти, най-често на лизинг и др.) Конкретната форма на инвестицията при това няма значение.<sup>2</sup>

\* \* \*

Застраховането на лизинговия кредит, което е предвидено от чл.7, 14, 15 и 16 на Закона на Украйна "За лизинга"<sup>3</sup>, се превръща във важна развиваща се сфера в застраховането на кредити срещу инвестиционни средства. То може да се извършва посредством лизинговите дружества или от самите производители на машини и прибори, които се отдават на лизинг.

Стремителното развитие на лизинга в развитите страни от втората половина на 50-те години бе предизвикано поради следните причини:

1. Неговото използване даваше възможност да се получават значителни данъчни облекчения, което се определяше от използваната методика за разпределяне между страните на лизинговия договор на правата за отчисляване от съответните доходи на лизинговите плащания и амортизационните отчисления по предмета на лизинга.

2. Използването на лизингови условия основни средства не трябваше да се числят към баланса на използващия ги.

3. За производствените и търговските предприятия предаването на собствена готова продукция на основата на лизингови договори играеше ролята на ефективна алтернативна форма на реализацията ѝ пред крайните потребители и себеутвърждаване на пазара.<sup>4</sup>

Лизингът, както и всяка стопанска дейност, е съпроводен с рискове. Тези рискове

могат да се разделят на два вида. Първият се асоциира със загуба или унищожаване на имуществото, което е предмет на лизинг, а другият вид риск може да се прояви в настъпването на временна или постоянна неплатежоспособност на лизингополучателя.<sup>5</sup> По мнението на отделните специалисти по рисковете, назованите групи рискове могат да се класифицират по-детайлно, а именно:

– "чисто" лизингови рискове, свързани с промените на техническите и стойностните характеристики на обекта за времето на действие на договора – маркетингов, ценови;

– финансови рискове, свързани с възможността за неефективно движение на финансовите ресурси на лизингодателя – небалансирана ликвидност, несвоевременно плащане на лизинговите вноски, валутен риск при операциите на международния лизинг;

– политически и юридически рискове, които представляват вероятността от загуби на лизингодателя, предизвикани от политически събития или неблагоприятни промени в законодателството.<sup>6</sup>

Лизинговите отношения могат да се осъществяват предимно чрез непосредствено предаване на имуществото от собственика му или от производителя – лизингодател на лизингополучателя. При това имуществените рискове на собственика се прехвърлят главно на лизингополучателя и затова той трябва да изпълнява ролята на застраховател. Наред с това условията на застраховането трябва да удовлетворяват също финансовите интереси на лизингодателя. Именно затова в застрахователната полица лизингодателят, по правило, се определя от бенефициента на застрахователния договор.<sup>7</sup> Тази роля на лизингодателя специалистите обясняват с това, че типовите условия на лизинга задължават предимно лизингодателя да осигури на лизингополучателя нов предмет, в случай че бъде загубен застрахованият предмет на лизинга.<sup>8</sup>

<sup>5</sup> Saks Jerzy. Ubezpieczenie sprzętu elektronicznego będącego przedmiotem leasingu // Wiadomości Ubezpieczeniowe. — 2000. — № 1,2 A. — С. 52.

<sup>6</sup> Рябушенко Н. В. Чем рискует лизингодатель? / Проблеми економічного ризику: аналіз та управління: Збірник наукових праць за матеріалами Першої Всеукраїнської науково-практичної конференції 26-28 жовтня 1998 р. — Київ: КНЕУ, 1998. — С. 66.

<sup>7</sup> Внукова Н. Н., Ольховиков О. В. Мир лизинга. — Харьков: Издательство "ОСНОВА" при Харьковском государственном университете, 1994. — С. 170.

<sup>8</sup> Saks Jerzy. Ubezpieczenie sprzętu elektronicznego będącego przedmiotem leasingu // Wiadomości Ubezpieczeniowe. — 2000. — № 1,2 A. — С. 53.

<sup>1</sup> Страхование и международные гарантии в инвестиционных проектах: сложности и перспективы // Зовнішня торгівля. — 1999. — № 3 - 4. — С. 153.

<sup>2</sup> Страхование и международные гарантии в инвестиционных проектах: сложности и перспективы // Зовнішня торгівля. — 1999. — № 3 - 4. — С. 153.

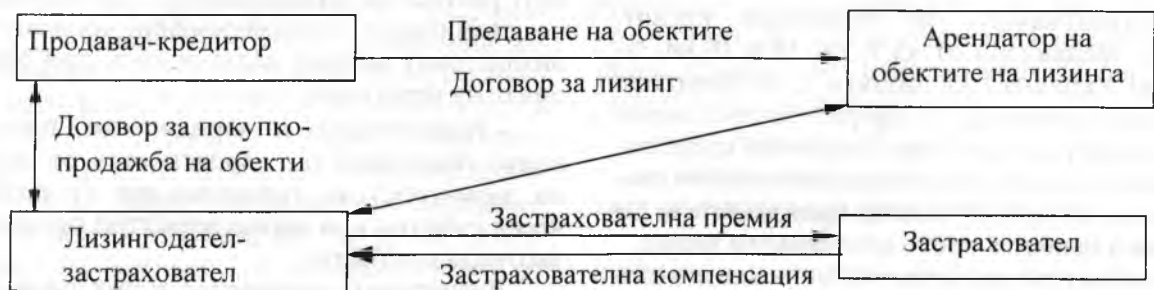
<sup>3</sup> Закон України "Про лизинг" від 16 грудня 1997 р. // Відомості Верховної Ради (ВВР), 1998, № 16, ст. 68.

<sup>4</sup> Poczobut J. Umowa leasingu w prawie krajowym i międzynarodowym. — Warszawa: Wydawnictwa Prawnicze PWN, 1995. — С. 35.

В украинската стопанска практика ролята на лизингодатели в качеството им на посредници могат да изпълняват търговските банки. Те, използвайки финансовия лизинг, имат възможност да закупуват основни средства (предмети на лизинга) и да ги дават под аренда срещу съответно заплащане. Важен елемент на това плащане е надбавката за риск, предназначена за покриване на загубите, които могат да възникнат при лизингодателя, в случай че лизингополучателят не внесе своевременно арендната вноска или не върне обектите на лизинга поради тяхната загуба или унищожаване. Значително по-голяма ефективност в защитата на интересите на лизингодателя, от-

колкото изискването за рискова надбавка, може да има застраховането на условията на изпълнение на лизинговите операции. При това взаимоотношенията между страните могат да се изграждат по схемата, посочена във фиг. 1.

Възможно е и използват по-сложни схеми за взаимоотношенията на страните. Украинската застрахователна компания "Енергополис" използва интересна многостранна схема на финансово-производствените връзки, насочена към обслужването на лизинговите операции под формата на "технологична карта на застраховането на лизинга", която се възпроизвежда на фиг. 2.



Фиг. 1. Типова схема за застраховането на лизинговата операция.



Фиг. 2. Технологична карта на застраховането на лизинга на ЗК "Енергополис".<sup>1</sup>

- 1 – заявката на клиента;
- 2 – запитването на лизинговата компания от застрахователя за клиента;
- 3 – проучването на клиента от застрахователя;
- 4 – застрахователят търси чрез брокер надежден презастраховател;
- 5 – предварителната договореност за презастраховане;

- 6.1 – гаранциите на презастрахователя за инвеститора;
- 6.2 – получаване на финансова инвестиция от лизинговата компания;
- 6.3 – поръчване на необходимата продукция от производителя;
- 7 – производителят снабдява с продукция клиента на лизинговата компания;

<sup>1</sup> Нечипоренко Віталій. Що влаштує іноземного інвестора? (аналітичні роздуми страховика) // Фондовий ринок.— 1999.— № 41.— С. 14 - 16.

- 8 – произвеждане на суровини, полуфабрикати и снабдяване на потребителя с тях;
- 9 – разплащане на потребителя с лизинговата компания.

Специалистите смятат, че взаимоотношенията на застрахователните учреждения с лизинговите фирми могат да се проявят на две нива: като застраховане на рисковете, свързани със сключването на договори за лизинг и като взаимоотношения, свързани със застраховането на предметите на лизинга.<sup>1</sup> В първия случай лизингодателят получава застрахователна компенсация, когато арендаторът на предметите на лизинга внезапно спре внасянето на арендната вноска, а в другия случай – когато бъде унищожен или повреден самият предмет на лизинга. Анализът на застрахователните условия на лизинговите операции на няколко полски застрахователни дружества свидетелства, че най-често предметите на лизинг се застраховат от следните рискове:

- кражби с взлом и ограбване;
- унищожаване и повреждане от огън, взрив, мълния, ураган, наводнение, градушка, силни дъждове, порои, изтичане на вода от канализацията;
- унищожаване по време на транспортиране (карго).

За всеки от тези рискове застрахователите разработват и предлагат отделни текстове с общите условия на застраховането. Обстоятелството, свързано с унищожаването или повреждането на обектите на лизинга, има за лизингодателя голямо значение особено в случаите, когато договорът предвижда операционен лизинг, т.е. когато лизингодателят си остава фактическият собственик на предмета на лизинга. В съвместната дейност на двата субекта на финансовия сектор е възможно дори да се забележи известна зависимост на лизинговата фирма от застрахователното учреждение. Това може да се случи, когато дейността на лизинговата фирма се кредитира от банката. В тези случаи банките задължават лизинговите фирми да сключват застрахователни договори, в които да се предвижда имуществото, предназначено за лизинг, да бъде обхванато от застрахователна защита.

В световната практика в повечето случаи се сключват два основни вида договори за застраховане на лизинга:

1. Генерален – обхваща всички договори, които лизингодателят е сключил през определен период.

2. Индивидуален – обхваща само един договор за лизинг.

Двата вида застрахователни договори могат да обхващат различна стойност на лизинговите операции:

А) пълната стойност на договора за лизинг;

Б) стойността само на някои “траншове” на плащането на лизинговата аренда, които стоят в началото на опашката;

В) стойността само на няколко “траншове” на лизинговата аренда, които не са платени навреме през целия срок на действие на договора за аренда.<sup>2</sup>

Застрахователните тарифи за застраховане на предметите на лизинговите операции се определят индивидуално съгласно взаимното споразумение, но като се вземат предвид редица рискоопределящи фактори, а именно:

1. Сферата на обхват на застраховането – три, четири или всички плащания.

2. Продължителността на лизинговата операция – колкото е по-продължителен периодът, толкова тарифата е по-висока.

3. Размерът на първата вноска – колкото е по-голяма вноската, толкова е по-ниска тарифата.

4. Изисквания и задължения, които се предявяват спрямо лизингополучателите – колкото са по-сурови и повече, толкова е по-ниска тарифата.

5. Вид на предмета, станал обект на лизинговата операция – за предметите с потребителски характер тарифата е по-малка, а за предметите с инвестиционно предназначение е по-висока. Предметите на лизинг могат да се делят и на такива, които, в случай че се използват, се смятат за преносими (мобилни телефони, портативни компютри) и на такива, които се използват стационарно. За първата група се въвеждат малко по-високи застрахователни тарифи, отколкото за втората.<sup>3</sup>

6. Срок на плащане на задълженията (по месеци) – колкото е по-продължителен срокът, толкова е по-висока тарифата.

7. Интензивност на плащането на лизинговите задължения – колкото е по-голяма ин-

<sup>2</sup> Lisowski J. Ubezpieczenie ryzyk finansowych // Magazyn Targowy. — 1996. — № 8. — С. 36 - 37.

<sup>3</sup> Wlazlo Stanislaw. Wybrane problemy związane z ubezpieczeniem mienia będącego przedmiotem leasingu // Prawo Asekuracyjne. — 1997. — № 3. — С. 53 - 57.

<sup>1</sup> Sypniewski P. Leasing a ubezpieczenia // Leasing. — 1995. — № 9. — С. 34.

тензивността на плащането, толкова е по-ниска застрахователната тарифа.

Нормативът на разходите на украинските застрахователи за ръководене на работата, свързана с договорите за застраховането на инвестициите, възлиза, по правило, на около 20% от размера на брутната застрахователна тарифа.

Отчитайки сложността при изчисляване нивото на рискове на лизинговата услуга, необходимо за определяне на застрахователните тарифи, проф. Внукова Н.Н. предложи собствено методическо решение – в процеса на приложението му подлежи на преценка вероятността за получаване на печалба в обем не по-малък от установеното долно ниво без загуби.

т.е. предлага използване на интервален подход за определяне нивото на риска, който стои в основата на пресмятането на цената на застрахователната услуга.<sup>1</sup>

Трябва да се отбележи, че дори като се има предвид сложността при прогнозиране на финансовото състояние на арендаторите за продължителен период от време, застрахователните дружества все още проявяват голяма съдържаност при сключването на договори за застраховане на лизинговите операции. Според водещите участници в украинския застрахователен пазар застраховането на лизинговите операции в Украйна не се практикува толкова много преди всичко поради неразпространеността на самия лизинг.<sup>2</sup>

## ПРОБЛЕМИ НА ФИНАНСИТЕ И КРЕДИТА

# ВАЛУТЕН РИСК ПРИ МЕЖДУНАРОДНИЯ ФИНАНСОВ МЕНИДЖМЪНТ

Гл. асист. д-р ПЛАМЕН ПЪТЕВ

*Стопанска академия "Д. А. Ценов",  
катедра "Финанси и кредит", Работи в областта  
на международния финансов мениджмънт и управ-  
лението на портфейл от ценни книжа.*

**В** своята дейност фирмата често използва активи или пасиви, номинирани в чужда валута. Поради това промяната на валутния курс се отразява пряко върху дейността на фирмите, което означава, че тяхната дейност е подложена на валутен риск. Съществена част от дейността на финансовия мениджмънт на такива фирми следва да насочи внимание към техники за защита от валутен риск. В първата част на настоящето изследване насочваме вниманието към същностния анализ на валутния риск. Във втората част раз-

глеждаме възможните техники за защита от този риск, които финансовият мениджър би могъл да използва. В третата част се спираме подробно на характеристиките на основната техника за защита от валутен риск – хеджирането. В четвъртата част разработваме сравнително несложен и удобен за приложение в практиката модел за избор на подходяща техника за хеджиране на валутния риск във фирмата.

<sup>1</sup> Внукова Наталия Миколаївна. Управління розвитком послуг підприємств ринкової інфраструктури (методологічний та організаційний аспекти): Автореферат дис... д-ра економічних наук: 08.06.02 / Харківський державний економічний університет. — Харків, 1999. — С. 14 - 17.

<sup>2</sup> Банкиры и страховщики: время сотрудничать // Фондовый рынок. — 1999. — № 22. — С. 42.

## **EDITORIAL COMMITTEE:**

Assoc. Prof. Atanas Damyanov -  
editor-in-chief

Prof. Alexander Dimitrov  
Prof. Dimiter Panayotov  
Prof. Radko Radkov  
Prof. Damyan Damyanov  
Prof. Metodi Kanev  
Prof. Moino Moinov  
Prof. Kamen Kamenov  
Assoc. Prof. Neno Pavlov  
Assoc. Prof. Petar Kanev  
Assoc. Prof. Mihail Mihailov  
Assoc. Prof. Georgi Gerganov  
Assoc. Prof. Svetlozar Kaltchev  
Assoc. Prof. Yoto Yotov  
Assoc. Prof. Stanka Tonkova  
Assoc. Prof. Velichko Petrov  
Zhivka Allamanova - correction editor

## **INTERNATIONAL COMMITTEE:**

Prof. Dr. Walter Schweitzer - Rector of the  
University of Passau, Germany  
Prof. Ken O'Neill University of Ulster,  
Business School - NISBI, UK  
Prof. Mihalios Hatziprokopiou, Rector of  
University of Macedonia, Thessaloniki,  
Greece  
Prof. Leonid Tarasevitch - Rector of the  
Sankt-Peterburg University of Economics  
and Finance, Russia  
Prof. Dr. Ahmed Shoukry - President of  
Suez Canal University, Ismailia, Egypt  
Prof. Renaud de Maricourt - Groupe ESCP,  
France  
Prof. Dennis McConnell - University of  
Maine, USA  
Prof. Richard Thorpe - Head of Master  
Degree Studies, Manchester Metropolitan  
University, UK  
Prof. Evgenii Savelev - Ternopol Academy  
of National Economy, Ukraine

EDITORIAL OFFICES ADDRESS:  
2 E. Chakarov st., 5250 Svishtov, Bulgaria  
tel. (+359 631) 223 42, 300 76

### **ROVING EDITOR**

Dimitrina Alexandrova, engineer  
Angel Angelov, artist  
Academic publishing house "Cenov" - Svishtov

# **Narodnostopanski arhiv**

**YEAR LIII, BOOK 4 - 2000**

## **CONTENTS**

Academic Speech of Assoc. prof. dr. Neno Pavlov -  
the Rector of "D. A. Tsenov" Economic Academy at the  
Opening of the New Academic Year / 3

### **PROBLEMS OF THE MARKET ECONOMY**

Ivan PETROV  
Peculiarities and problems of Employment in Bulgaria under  
Conditions of Transition to a Market Economy / 7

### **INSURANCE- AND SOCIAL SECURITY POLICY**

Mikhail KLAPKIV  
Investments Insurance / 13

### **FINANCIAL AND CREDIT PROBLEMS**

Plamen PUTTEV  
Currency Risk in the International Financial Management / 18

Maroussya LINKOVA  
Structural Changes in Taxation System  
under Conditions of Transition to a Market Economy / 24

### **INFORMATIONAL TECHNOLOGIES**

Dragomir ILLIEV  
Firm Interrelations in the Digital Economy / 29

### **ECONOMIC THEORY**

Roumen LAZAROV  
About a New Concept to Technological Innovations / 36

### **BUSINESS STRATEGY AND ORGANIZATION**

Shoichi HYAKKAI  
Problem structuring / 41

### **VIEW POINTS**

Borislav BORISSOV and Lalka BORISSOVA.  
Opportunities to Balance the Municipal Budgets under  
Conditions of Financial Restrictions / 57

### **REVIEWS**

Krasimira SLAVEVA  
International Scientific Conference: "quantitative methods  
in Economy - classics and innovation" / 64

Andrej ZAKHARIEV  
Improving the International Image of the Bulgarian Financial  
and Economic Science / 66

SUMMARY / 68