



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

ПРАВИЛА ЗА ОЦЕНКА НА КЛИЕНТСКИТЕ АКТИВИ ПРИ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД

I. ОБЩИ ПОЛОЖЕНИЯ

Чл. 1. Правилата за оценка на клиентските активи при инвестиционен посредник (ИП) „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД (Правилата) се приемат на основание чл. 7а от Наредба № 23 от 08.02.2006 г. за условията и реда за оценка на клиентските активи (Наредба № 23).

Чл. 2. Използваните в тези Правила думи и изрази имат значението, което им придава Законът за пазарите на финансови инструменти (ЗПФИ), Законът за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), Наредба № 23, както и вътрешните актове на „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД.

В правилата са използвани следните съкращения:

- КФН - Комисия за финансов надзор;
- заместник–председател/я - заместник–председателят на КФН, ръководещ управление “Надзор на инвестиционната дейност”;
- БНБ – Българска народна банка;
- НСИ – Национален статистически институт;
- ФКИ - Фонд за компенсирание на инвеститорите;
- ИП - инвестиционен посредник „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД;
- БФБ - „Българска фондова борса“ АД;
- МСТ - многостранна система за търговия;
- ОСТ - организирана система за търговия – ОСТ;
- търговски/я регистър – Търговския регистър, воден от Агенция по вписванията.

Чл. 3. По реда на настоящите Правила се оценяват финансовите инструменти и другите активи, които се държат, администрират или управляват за сметка на клиентите във връзка с предоставяните от “ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД услуги по чл. 6, ал. 2 и 3 от ЗПФИ, включително лихвите, дивидентите и други подобни плащания, с изключение на влоговете по смисъла на § 1, т. 1 от Допълнителните разпоредби (ДР) на Закона за гарантиране на влоговете в банките при инвестиционните посредници - банки. В клиентските активи се включват и активите, по които има наложени тежести или които служат като обезпечение.

Чл. 4. Не подлежат на оценка по чл. 3 клиентски активи на:

1. членовете на управителния и контролния орган на инвестиционния посредник, както и на неговите прокуристи, в случай, че има такива;



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

2. лицата, които притежават пряко или непряко 5 или над 5 на сто от гласовете в общото събрание на дружеството или могат да го контролират, както и на лицата, принадлежащи към същата група, към която принадлежи и дружеството, за която се изготвят консолидирани отчети;
3. регистрираният одитор, одитирал годишния финансов отчет на дружеството;
4. съпрузите, роднините по права линия без ограничения, по съребрена линия до втора степен включително и по сватовство до втора степен включително на лицата по т. 1-3;
5. инвестиционните посредници;
6. кредитните институции;
7. застрахователите;
8. пенсионните и осигурителните фондове;
9. колективните инвестиционни схеми, националните инвестиционни фондове, алтернативните инвестиционни фондове, управлявани от лица, управляващи алтернативни инвестиционни фондове, и дружествата със специална инвестиционна цел;
10. държавата и държавните институции;
11. общините;
12. ФКИ, Фонда за гарантиране на влоговете в банките и Гаранционния фонд по чл. 518 от Кодекс за застраховането;
13. инвеститорите, които са се възползвали от обстоятелства, свързани с посредника и довели до влошаването на финансовото му състояние, както и на инвеститорите, допринесли за това състояние;
14. други подобни професионални клиенти по смисъла на § 1, т. 10 от ДР на ЗПФИ.

Чл. 5. (1) Клиентските активи се оценяват ежемесечно към последно число на месеца по пазарна стойност и резултатите от направената оценка се представят на хартиен и/или електронен носител до 10-о число на всеки месец в КФН и ФКИ по справка за клиентските активи към последното число на предходния месец.

(2) Когато последното число на месеца е почивен ден, клиентските активи се оценяват към последния работен ден от съответния месец.

(3) В справката по ал. 1 се включва информация и за паричните средства, дължими или принадлежащи на клиентите на инвестиционния посредник, които той държи за тяхна сметка във връзка с извършването на услуга или дейност по чл. 6, ал. 2 и 3 ЗПФИ.

II. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПИ, НА КОИТО СЕ ОСНОВАВА ИЗВЪРШВАНЕТО НА ОЦЕНКАТА НА АКТИВИТЕ НА КЛИЕНТИТЕ

Чл. 6. Оценката, съобразно настоящите Правила, се извършва с цел:

1. изчисляване на размера на дължимата от посредника годишна вноска към ФКИ и
2. определяне на размера на компенсацията, която ФКИ заплаща на клиентите на посредника в случаите по чл. 77б, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа.



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

Чл. 7. Принципи, на които се основава извършването на оценката на активите на клиентите са:

1. законосъобразност на оценъчната дейност;
2. използване на единна и последователна система за оценяване на активите на клиентите на посредника;
3. установяване на система за събиране на информация с ясно дефинирани и достоверни източници на информация за целите на оценяването
4. Активите се оценяват:
 - а) при първоначално придобиване на активите - по цена на придобиване, включваща и разходите по сделката;
 - б) при последващо оценяване на активите - по тяхната пазарна цена във всички случаи, когато те имат такава.
5. Когато активите нямат пазарна цена, те се оценяват по тяхната справедлива стойност като се използват общоприети методи за оценка.

III. СИСТЕМА ЗА СЪБИРАНЕ НА ИНФОРМАЦИЯ, СВЪРЗАНА С ОЦЕНКАТА НА АКТИВИТЕ. ИЗТОЧНИЦИ НА ИНФОРМАЦИЯ

Чл. 8. При определяне на цената на финансовите инструменти на клиентите се използват и вземат предвид някои от следните данни, анализи или фактори:

1. обявена емисионна стойност на ценни книжа на емитента в проспект за публично предлагане;
2. решение за увеличаване или намаляване на капитала на емитента;
3. решение за преобразуване на дружеството - емитент и обявената в плана за преобразуване стойност/съотношение на замяна на ценните книжа или финансовите инструменти, издадени от емитента;
4. всякакви изменения в търговската дейност на емитента, които засягат цената на неговите финансови инструменти;
5. промени в устава на емитента;
6. цена на търгово предложение, одобрена от КФН;
7. анализ на стопанския сектор, в който функционира емитентът;
8. анализ на общото състояние на пазара на финансови инструменти;
9. наличието на опционни договори за дадените финансови инструменти;
10. данни относно търговията и цените на финансовите инструменти на подобни емитенти за местен или чуждестранен пазар;
11. редовни бюлетини на официални статистически институции и др.

Чл. 9. Основни източници на информация, които се използват при определяне на оценката на клиентските активи, са следните:

1. Официален бюлетин на определено място на търговия - регулиран пазар, МСТ или ОСТ, където са допуснати до търговия съответните финансови инструменти;
2. Данни за емисията финансови инструменти от депозитарната институция, където са регистрирани;
3. Регистър на публичните дружества в КФН, търговския регистър;

4. Годишни и междинни финансови отчети;
5. Проспекти за публично предлагане на ценни книжа;
6. Официални котировки на първични дилъри на ценни книжа;
7. Официални бюлетини на НСИ и БНБ;
8. Котировки, бюлетини и анализи на местни и чуждестранни места на изпълнение.
9. Други публично достъпни източници, вкл. интернет сайтове с достоверна информация и използвани от емитента за оповестяване на задължителна информация важна за инвеститорите или параметрите на емисията (при увеличение).

Горепосочените източници имат препоръчителен, а не задължителен характер и изброяването им не е изчерпателно. Използването на даден източник и цитирането му в настоящите правила обвързва ИП, доколкото доколкото информацията е станала известна и публично достъпна на ИП преди извършване на оценката и само доколкото ИП е имал достъп до съответния източник на информация.

IV. МЕТОДИ ЗА ОЦЕНКА НА КЛИЕНТСКИТЕ АКТИВИ

Чл. 10. Пазарна стойност на акции, борсово търгувани фондове, държавни ценни книжа и други финансови инструменти, допуснати до място на търговия (регулиран пазар, МСТ или ОСТ) се определя по цена на затваряне на съответното място на търговия към последното число на месеца, за който се изготвя оценката, съответно към деня, в който е постановено решението по чл. 77б, ал. 1 ЗППЦК. В случай че няма сключени сделки през този ден, пазарната стойност се определя по цена на затваряне на регулирания пазар за най - близкия ден от двумесечния период, предхождащ деня по изречение първо.

Чл. 11. Пазарна стойност на акции, борсово търгувани фондове, държавни ценни книжа и други финансови инструменти, които са допуснати до търговия и на друг регулиран пазар, МСТ или ОСТ, или с тях се извършва търговия и на друго място за търговия, се определя по цена на затваряне или друг аналогичен показател, оповестяван публично от мястото за търговия, на което за съответния ден е изтъргуван най-голям обем от акциите.

Чл. 12. Пазарната стойност на облигации и други финансови инструменти, допуснати до търговия на регулиран пазар, се определя съгласно чл. 10 и чл. 11, ако за сключените сделки със съответния финансов инструмент се публикува информация при условия и по ред, аналогични на тези, предвидени за акциите и други финансови инструменти.

Чл. 13. Пазарната стойност на акции или дялове на колективни инвестиционни схеми, националните инвестиционни фондове, алтернативните инвестиционни фондове е последната обявена цена на обратно изкупуване. Когато дяловете на договорните фондове не са достигнали минимално изискуемата нетна стойност на активите 500 000 лв., за пазарна стойност се приема нетната стойност на активите на един дял.

Чл. 14. Пазарната стойност на държавни ценни книжа, издадени от Република България, е цената, определена като средноаритметична от цените "купува", обявени от двама



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

първични дилъри към последното число на месеца, за който се изготвя оценката, съответно към деня, в който е постановено решението по чл. 77б, ал. 1 ЗППЦК.

Чл. 15. Когато акции са били предмет на публично предлагане в Република България и не са допуснати до търговия на регулиран пазар, те се оценяват по цената на придобиване за периода от придобиването до публикуване на съответния финансов отчет на дружеството - емитент, съдържащ данните по чл. 16 от настоящите правила.

Чл. 16. При невъзможност да се формира пазарната стойност на финансовите инструменти, съгласно чл. 10 - 14 от настоящите правила, включително когато финансовите инструменти не са допуснати до търговия на регулиран пазар, пазарната стойност се определя, както следва:

(1) За акциите на публично дружество, които са били предмет на публично предлагане в Република България, или акции на дружество, допуснати до търговия на регулиран пазар, от деня на публикуване на съответния финансов отчет на дружеството – по метода на нетната балансова стойност на активите. Стойността на една акция по този метод се определя, като активите по баланса на дружеството, намалени със стойността на текущите и нетекущите пасиви по баланса, се разделят на броя на акциите, без обратно изкупените от дружеството, ако нетната балансова стойност е положителна.

(2) За облигациите - по метода на дисконтираните бъдещи нетни парични потоци, като дисконтовият фактор се определя от посредника за съответната година до 31 януари и отразява най-малко основния лихвен процент на БНБ към края на предходната година и инфлационния индекс за предходната година, обявен от НСИ.

(3) За акции, които не са допуснати до търговия на регулиран пазар - по метода на нетната балансова стойност на активите въз основа на информацията от последния публикуван финансов отчет на дружеството, като стойността на една акция се определя, като активите по баланса на дружеството, намалени със стойността на текущите и нетекущите пасиви по баланса, се разделят на броя на акциите, без обратно изкупените от дружеството, ако нетната балансова стойност е положителна.

(4) За финансови инструменти и други клиентски активи извън тези по ал. 1 – 3 - по общоприети методи за оценка съгласно посоченото по-долу.

Чл. 17. Методът на нетната балансова стойност се прилага и при оценката на акции и дялове на колективни инвестиционни схеми в случаите на временно спиране на обратното им изкупуване.

Чл. 18. Стойността на активите, на текущите и нетекущите пасиви на дружеството при прилагането на метода на нетната балансова стойност се определя на базата на последния публикуван счетоводен баланс.

Чл. 19. Клиентските активи в чуждестранна валута се преизчисляват в левовата им



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

равностойност по курса на БНБ към последния работен ден на месеца, към който се изготвя оценката, съответно към датата на решението по чл. 77б, ал. 1 от ЗППЦК.

Чл. 20. Акциите на публично дружество, което е в процедура по ликвидация или несъстоятелност или търговията с акциите му на регулиран пазар е спряна и повече от 2 месеца няма сключена сделка, се оценяват по метода на нетната балансова стойност на активите, въз основа на последния публикуван финансов отчет на дружеството – емитент на акциите.

Чл. 21. Акциите на дружество, по партидата на което в търговския регистър е вписано заличаване на търговеца, независимо дали заличаването на дружеството е поради приключила процедура по ликвидация или несъстоятелност, се изключват от оценката на клиентските активи.

Чл. 22. Във всички случаи, когато дадени ценни книжа се оценяват по метода на нетната балансова стойност на активите, въз основа на последния публикуван финансов отчет на дружеството и така изчислена нетната балансова стойност на акциите е отрицателна, то тези ценни книжа се оценяват с нулева стойност.

Чл. 23. Посредникът отчита аналитично клиентските активи за целите на извършваната оценка и съхранява информацията и документите, послужили за оценяване на финансовите инструменти и другите клиентски активи на хартиен или електронен носител в срок от 5 години.

V. ПОСЛЕДВАЩА ОЦЕНКА НА АКТИВИТЕ НА КЛИЕНТИТЕ НА ПОСРЕДНИКА

Чл. 24. Последваща оценка на акции и права, приети за търговия на място на търговия - регулиран пазар, МСТ или ОСТ, се извършва:

а) по цена на затваряне за текущия работен ден, обявена от съответното място на търговия (регулиран пазар, МСТ или ОСТ).

б) в случай че няма сключени сделки през текущия ден, пазарната стойност се определя по цена на затваряне на мястото на търговия (регулиран пазар, МСТ или ОСТ) за най-близкия ден от двумесечния период, предхождащ деня по буква а).

в) при невъзможност да се приложат начините за оценка на акции от подточки а) – б), както и за акциите, които не се търгуват на регулиран пазар, МСТ или ОСТ, последващата оценка се извършва чрез прилагане на метода на нетната балансова стойност (Приложение № 1) или чрез последователно прилагане на някой от следните методи за оценка:

- метод на съотношението цена - печалба на дружества аналози (Приложение № 2);
- метод на дисконтираните нетни парични потоци (Приложение № 3).



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

г) в случаите на придобиване на (нови) акции от дадено дружество вследствие на увеличение на капитала със средства на дружеството, се признава вземане от датата, от която притежателите на акции на дружеството нямат право на акции от увеличението на капитала – датата, след която сключени сделки с акциите не въздействат върху правото за придобиване на нови акции до датата на регистриране на увеличението на капитала в „Централен Депозитар“ АД.

Стойността на вземането е равна на произведението от броя нови акции и цената на една нова акция.

$$R = N_n \times P_n,$$

където:

R – вземане,

N_n – брой нови акции,

P_n – цена на една нова акция.

Цената на една нова акция се получава като последната цена на оценка на една „стара“ акция бъде разделена на сумата от броя нови акции, придобити срещу една „стара“ акция и една 1 „стара“ акция.

$$P_n = \frac{P_0}{(N_r + 1)},$$

където:

P_n – цена на една нова акция,

P_0 – последна цена на оценка на една „стара“ акция,

N_r – брой нови акции за една „стара“ акция.

От датата на вписване на новите акции в „Централен Депозитар“ АД до датата на въвеждането им за търговия на „Българска фондова борса“ АД, се признават новите акции по цена, изчислена по следната формула:

$$P_n = \frac{P_0}{(N_r + 1)},$$

P_n – цена на една нова акция,

P_0 – последна цена на оценка на една „стара“ акция,

N_r – брой нови акции за една „стара“ акция.

След въвеждане за търговия на „Българска фондова борса“ АД на новите акции, последващата им оценка се извършва съгласно методите за оценка на ценни книжа, търгувани на регулиран пазар.

д) в случаите на придобиване на (нови) акции от дадено дружество в резултат от



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

разделянето на вече съществуващите акции (сплит) се признава вземане от датата, от която новите акции са вече отделени от съществуващите акции – датата, след която сключени сделки с акциите не въздействат върху правото за придобиване на новите акции, до датата на регистриране на увеличението на капитала в „Централен Депозитар“ АД.

Стойността на вземането е равно на произведението на броя нови акции и цената на една нова акция.

Цената на една нова акция се получава като последната цена на оценка на една „стара“ акция бъде разделена на броя нови акции, придобити срещу една „стара“ акция.

$$R = N_n \times P_0 \times \frac{1}{N_r}$$

където:

R – вземане,
 N_n – брой нови акции,
 P_0 – последна цена на оценка на една „стара“ акция,
 N_r – съотношение на сплита.

От датата на вписване на новите акции в „Централен Депозитар“ АД до датата на въвеждането им за търговия на „Българска фондова борса“ АД се признават новите акции по цена, изчислена по следната формула:

$$P = P_0 \times \frac{1}{N_r}$$

където:

P – цена на нова акция,
 P_0 – последна цена на оценка на една „стара“ акция,
 N_r – съотношение на сплита.

След въвеждане за търговия на „Българска фондова борса“ АД на новите акции последващата им оценка се извършва съгласно методите за оценка на ценни книжа, търгувани на регулиран пазар.

е) методите за определяне на цена за последваща преоценка, описани в подточки в), г) и д), могат да бъдат коригирани с коефициенти, обосновани на базата на данни и обстоятелства, представляващи вътрешна информация, важна за инвеститорите и оповестена по съответния ред от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа.

ж) при невъзможност да се приложат начините за оценка на права от подточки г) – д), последващата оценка се извършва по цена, представляваща разлика между цената на съществуващите акции на дружеството, определена според изискванията на подточки а) – в), и емисионната стойност на новите акции от увеличението на капитала, умножена по съотношението на броя акции в едно право.

Цената на правото се изчислява чрез следната формула:

Цена на право = цена на акцията преди отделяне на правото – (емисионна стойност на новите акции X брой акции в едно право).

Когато при прилагане на този метод се достига до отрицателен резултат, за цена на правото се дава стойност 0.00 лв.

з) в случаите на придобиване на права от дадено дружество при увеличение на капитала чрез емисия на акции, се признава вземане (на права) от датата на регистриране на правата в „Централен Депозитар“ АД до датата на въвеждането им за търговия на “Българска фондова борса” АД.

Цената на правото се изчислява чрез следната формула:

$$P_r = P_l - \frac{P_l + P_i \times N_r}{N_r + 1}$$

където:

P_r – цена на право

P_l – цена на последна оценка на акцията (преди отделянето на правата)

P_i - емисионна стойност на новите акции

N_r – брой акции в едно право

и) от датата на плащане на акциите в резултат на упражняване на правата до датата на регистриране на увеличението на капитала в „Централен Депозитар“ АД записаните акции се отразяват като вземане, което се формира, като броя на записаните акции се умножи по сумата от стойността на едно право по последната оценка преди записването на акциите, разделена на броя акции в едно право и емисионната стойност на една акция.

$$R = N_n \times \left(P_i + \frac{P_r}{N_r} \right),$$

където:

R – вземане,

N_n – брой записани акции,

P_i – емисионна стойност на акция,



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП “ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС” АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

P_r – стойност на едно право,
 N_r – брой акции в едно право.

От датата на вписване на новите акции в “Централен Депозитар” АД до датата на въвеждане за търговия на “Българска фондова борса” АД се признават новите акции по цена, изчислена по следната формула:

$$P = P_i + \frac{P_r}{N_r}$$

където:

P – цена на акцията
 P_i – емисионна стойност на акция
 P_r – стойност на едно право
 N_r – брой акции в едно право

След въвеждане за търговия на “Българска фондова борса” АД на новите акции, последващата им оценка се извършва съгласно методите за оценка на ценни книжа, търгувани на регулиран пазар.

й) в случаите, в които се придобиват акции от акционерно дружество вследствие на първично публично предлагане, акциите се признават от датата на регистрацията им в „Централен депозитар“ АД. Последващата оценка на акциите от датата на регистрацията им в „Централен депозитар“ АД до датата на допускане на акциите за търговия на „Българска фондова борса“ АД се извършва по цена равна на сумата от емисионната стойност на една акция и стойността на едно право по последната оценка преди записването на съответните акции, разделена на броя акции в едно право.

Изчислението на цената се извършва чрез следната формула:

$$P = P_i + \frac{P_r}{N_r}$$

където:

P – цена на акцията
 P_i – емисионна стойност на акция
 P_r – стойност на едно право
 N_r – брой акции в едно право

к) последваща оценка на акции, издадени от инвестиционно дружество от отворен тип, съответно дялове на договорен фонд, включително в случаите на временно спиране на обратното изкупуване, се извършва по последната обявена цена на обратно изкупуване.

Последваща оценка на дялове на договорен фонд, който не е достигнал минималния

размер на нетната стойност на активите по чл. 9 от Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране (ЗДКИСДПКИ), се извършва по последната определена и обявена емисионна стойност на един дял, намалена с размера на предвидените в правилата на договорния фонд разходи по емитирането и по обратното изкупуване на един дял.

Чл. 25. Последваща оценка на облигации, приети за търговия на регулиран пазар, МСТ или ОСТ, се извършва:

а) по цена на затваряне за текущия работен ден, обявена от съответното място на търговия (регулиран пазар, МСТ или ОСТ).

б) в случай че няма сключени сделки през текущия ден, пазарната стойност се определя по цена на затваряне на мястото на търговия - регулиран пазар, МСТ или ОСТ, за най-близкия ден от двумесечния период, предхождащ деня по буква а).

в) в случаите, когато се извършва последваща оценка на облигации, по които предстои плащане на лихва и публикуваната в борсовия бюлетин цена на затваряне е нетна, последващата оценка се формира, като към обявената в бюлетина цена се прибави дължимият лихвен купон към датата на извършване на оценката.

Стойността на натрупаната лихва се определя чрез използването на следната формула:

$$AccInt = F \times \frac{C}{n} \times \frac{A}{E}$$

където:

AccInt – е натрупаният лихвен купон

F – е главницата (номиналната стойност) на облигацията

C – годишният лихвен купон

n – броят на лихвените плащания в годината

A – изминалите лихво - дни от началото на лихвения период до датата на изчисленията. Дните се изчисляват на база 30 дни в месец или реален брой дни в зависимост от регламентацията в проспекта за съответната емисия.

E – броят дни в текущия лихвения период. Дните се изчисляват на база 360, 364, 365, 366 дни в годината или реален брой дни в зависимост от регламентацията в проспекта за съответната емисия.

Към нетната цена се добавя натрупания лихвен купон към деня на извършване на оценката и изчислената брутна цена се използва за последваща оценка на облигацията.

г) при невъзможност да бъдат приложени подточки а) и б), при формиране на цена за последваща оценка на облигации, търгувани на място на търговия - регулиран пазар, МСТ или ОСТ, както и при последващата оценка на облигации, които не се търгуват на регулиран пазар, МСТ или ОСТ, се прилага метода на дисконтираните парични потоци

по формулата по-долу с норма на дисконтиране:

- настоящата доходност до падежа на ценни книжа със сходни характеристики (вид, условия на плащане и падеж), търгувани на мястото на търговия - регулиран пазар, МСТ или ОСТ на ценни книжа, коригирана с рискова премия, отразяваща риска на емитента. Изборът на ценната книга, чиято доходност до падежа ще се използва като норма на дисконтиране, както и рисковата премия отразяваща риска на емитента, с която ще се коригира избраната норма на дисконтиране, се обосновават чрез сравнителен анализ. Източникът на информация за сравнителните характеристики е ежедневният бюлетин на „Българска фондова борса“ АД;

- настоящата доходност до падежа на държавни ценни книжа със сходни условия на плащане и падеж, коригирана с рискова премия, отразяваща риска на емитента и дадената ценна книга.

- при метода на дисконтираните парични потоци се използва следната формула:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{C/n}{(1+r/n)^i} + \frac{F}{(1+r/n)^N}$$

където:

P – цената на ценната книга

F – главницата на ценната книга

C – годишният купон на облигацията

n – брой лихвени плащания за година

N – общ брой на лихвените плащания

r – процент на дисконтиране

i – пореден номер на лихвеното плащане

Чл. 26. Последваща оценка на държавните ценни книжа, емитирани в страната, се извършва:

а) държавни ценни книжа, допуснати до търговия на „Българска фондова борса“ АД, по цена на затваряне. В случай че няма сключени сделки през този ден, пазарната стойност се определя по цена на затваряне на регулирания пазар за най - близкия ден от двумесечния период, предхождащ деня по изречение първо.

б) когато не може да се приложи точка а) оценката се прави въз основа на средноаритметична от цените "купува" за текущия работен ден, обявени от не по-малко от двама първични дилъри на държавни ценни книжа.

в) в случай че цената е изчислена на основата на представени брутни цени от първичните дилъри, тя се използва пряко за преоценка. При условие, че цената е чиста на основата на лихвените характеристики по периодичност и равнище на лихвените купони, тя се

преобразува в брутна и след това се използва за преоценка.

г) при невъзможност да се приложи подточка а), се използва методът на дисконтираните парични потоци. Като основа за изчисленията се използват цените на последните издадени емисии със съответен матуритет, които първичните дилъри са задължени да котират. Тези най-нови емисии със съответен матуритет по-нататък са наричани за краткост “основни емисии”. Емисията, чиято цена трябва да бъде определена, се наричана “търсена емисия”.

За целта на изчисленията цените на основните емисии се изчисляват по реда на подточка а).

Изчислението на цените на съответните емисии чрез метода на линейна интерполация преминава през следните етапи:

- на основата на осреднени цени на основните емисии се формира крива на дохода;
- в зависимост от остатъчния срок до падежа на търсената емисия се определя местоположението ѝ спрямо най-близката предхождаща и най-близката следваща по срок основни емисии;
- определя се разликата (в дни) между срока до падежа на двете основни емисии, както и разликата в дохода им до падежа;
- изчислява се множител, като разликата в дохода до падежа се разделя на разликата в дните до падежа;
- определя се разликата в дните до падежа на търсената емисията и предхождащата я основна емисия;
- получената разлика се умножава с множителя от предходната стъпка, за да се изчисли разликата в дохода до падежа на търсената и основната емисия;
- доходът до падежа на търсената емисия се получава, като изчислената в предходната стъпка разлика в доходите се добави към доходността на основната емисия, предхождаща търсената;
- на основата на получения доход до падежа на търсената емисия се изчислява брутната ѝ цена, чрез използване на следната формула:

$$P = \sum_{i=1}^N \frac{C/n}{(1+r/n)^i} + \frac{F}{(1+r/n)^N}$$

където:

P – цената на ценната книга

F – главницата на ценната книга

C – годишният купон на облигацията n – брой лихвени плащания за година

N – общ брой на лихвените плащания

r – процент на дисконтиране (равен на дохода до падежа)

i – пореден номер на лихвеното плащане

Изчислената по формулата цена е брутна и се използва пряко за последваща преоценка на съответната дългова ценна книга.

Чл. 27. Последваща оценка на издадените в чужбина от българската държава облигации се извършва:

а) по цена "купува" при затваряне на пазара в деня на оценката, обявена в електронна система за ценова информация на ценни книжа.

б) в случай че пазарът на ценни книжа не е затворил до 15:00 ч. в деня на оценката - по цена "купува" към този час в деня на оценката, обявена в електронна система за ценова информация на ценни книжа.

в) в случай че чуждестранният пазар на ценни книжа не работи в деня на оценката - по цена "купува" при затваряне на пазара за последния работен ден, обявена в електронна система за ценова информация на ценни книжа.

г) в случай че цената, изчислена на основата на подточки а) – в), е брутна, тя се използва пряко за преоценка. При условие, че цената е чиста на основата на лихвените характеристики по периодичност и равнище на лихвените купони, тя се преобразува в брутна и след това се използва за преоценка.

д) При невъзможност да се приложат начините за оценка от подточки а) – г) за оценка се използва метода, описан в чл. 26, подточка в).

Чл. 28. Последваща оценка на чуждестранни ценни книжа, приети за търговия на международно признати и ликвидни места на търговия - регулирани пазари, МСТ или ОСТ в чужбина, се извършва:

а) по последна цена на сключена с тях сделка в деня на оценката при затваряне на съответния регулиран пазар, МСТ или ОСТ, на който те се търгуват.

б) в случай че няма сключени сделки през текущия ден, пазарната стойност се определя по цена на затваряне на съответния регулиран пазар, МСТ или ОСТ за най-близкия ден от двумесечния период, предхождащ деня по буква а).

в) когато на съответния пазар се обявява нетна цена на облигации, последващата им



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

оценка се извършва като към тази цена се прибави дължимият лихвен купон към датата на извършване на оценката.

г) в случай че и подточки а) и б) не могат да бъдат приложени, оценката на конкретния вид ценни книжа се извършва при съответното прилагане на чл. 24, подточка в) или чл. 25, подточка г).

Чл. 29. В случаите, когато не се провежда търговия на регулиран пазар, МСТ или ОСТ в работни за страната дни, или когато дадени ценни книжа са временно спрени от търговия, за последваща оценка на ценните книжа, приети за търговия на регулиран пазар, МСТ или ОСТ, се приема оценката, валидна за деня на последната търговска сесия. При последваща оценка на облигации по реда на изречение първо се отчита и натрупаната лихва за съответните дни.

Правилото не се прилага, когато на съответното място на търговия - регулиран пазар, МСТ или ОСТ, не се провеждат търговски сесии за повече от 5 работни дни. В този случай последващата оценка се извършва при съответното прилагане на чл. 24, подточки в) и к), чл. 25, подточка г) и чл. 28, подточка г).

Чл. 30. Банковите депозити, парите на каса, паричните средства по разплащателни сметки и краткосрочните вземания се оценяват към деня на оценката, както следва:

а) банковите депозити - по номиналната им стойност и полагащата се съгласно договора натрупана лихва;

б) парите на каса - по номинална стойност;

в) паричните средства по разплащателни сметки - по номинална стойност;

г) краткосрочните вземания без определен лихвен процент или доход - по себестойност;

д) краткосрочните вземания с определен лихвен процент или доход - по себестойност, увеличена с полагащата се съгласно договора натрупана лихва или доход.

Чл. 31. Финансовите активи, деноминирани в чуждестранна валута, се преизчисляват в левова равностойност, определена по централния курс на БНБ, валиден за деня, за който се отнася оценката.

VI. УСЛОВИЯ И РЕД ЗА СЪХРАНЯВАНЕ НА ИНФОРМАЦИЯ ВЪВ ВРЪЗКА С ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА НА АКТИВИТЕ НА КЛИЕНТИТЕ

Чл. 32. Информацията, получена или изготвена във връзка с прилагането на настоящите правила, се съхранява на достъпно и подходящо за ползване място и по начин, който осигурява запазването ѝ на втори носител или възстановяването ѝ в случай на загубване

по технически причини.

Чл. 33. Документи и информация, които установяват права и задължения на инвестиционния посредник или на клиент във връзка с предоставяните услуги или условията, при които инвестиционният посредник предоставя услуги на клиентите, се съхраняват в продължение на целия период на съществуване на отношенията с клиента, но не по-малко от 5 години.

При изключителни обстоятелства и съответно разпореждане на заместник-председателя на КФН, инвестиционният посредник е длъжен да запази документи и информация за по-дълъг период с оглед същността на инструментите или сделките, ако това е необходимо за упражняване на надзорните правомощия на КФН.

Чл. 34. Съхраняването на документацията и информацията се извършва по начин, който позволява:

1. КФН, съответно заместник-председателя, да извършва справки, да има бърз достъп до нея и да може да получи информацията;
2. защита срещу всякакви манипулации или подправания.

Чл. 35. Със заповед на съвета на директорите се определят служителите на посредника, които въвеждат данни във водената на електронен носител отчетност. Водената на електронен носител отчетност дава възможност за генериране на справки, съдържащи информацията за всеки клиент.

Чл. 36. При загуба на информация, в случай на техническа авария, инвестиционният посредник незабавно предприема действия за отстраняване на аварията и възстановяване на информацията в съответствие с вътрешните правила и процедури, и уведомява КФН за предприетите действия и резултата.

Чл. 37. При констатиране на нарушения на нормативните актове или тези Правила, на неизпълнение на заповеди на съвета на директорите, относно съхраняването на информация или при констатиране на условия за заличаване или подмяна на данни, съответният служител на посредника уведомява незабавно ръководителя на звеното за нормативно съответствие, който предприема необходимите действия по компетентност.

VII. ДОПЪЛНИТЕЛНИ РАЗПОРЕДБИ

1. „Борсово търгуван фонд“ е борсово търгуван фонд по смисъла на § 1, т. 25 от допълнителните разпоредби на ЗДКИСДПКИ.

2. „Цена на затваряне“ на финансови инструменти, допуснати до търговия на място на търговия за определен ден, е цената, обявявана от регулирания пазар или друго място за търговия, след приключване на търговската сесия за този ден, която се определя по методология, разработена и обявена от мястото за търговия.

3. „Място на търговия“ е регулиран пазар, МСТ или ОСТ, където:

а) **„Многостранна система за търговия“** или **„МСТ“** е многостранна система, организирана от инвестиционен посредник или пазарен оператор, която обединява многобройни интереси на трети лица за покупка и продажба на финансови инструменти – в рамките на самата система и в съответствие с нейните недискреционни правила – по начин, който води до сключването на договор, в съответствие с глави втора – девета от ЗПФИ;

б) **„Организираната система за търговия“** или **„ОСТ“** е многостранна система, която не е регулиран пазар или МСТ, и в която многобройни интереси на трети лица за покупка и продажба на облигации, структурирани финансови продукти, квоти за емисии или деривати могат да взаимодействат в системата по начин, който води до сключването на договор, в съответствие с част втора от ЗПФИ.

4. „Място на изпълнение“ е място, на което инвестиционният посредник изпълнява нареждания на клиенти, като това може да бъде регулиран пазар, МСТ, ОСТ, систематичен участник, маркет-мейкър, друг доставчик на ликвидност или субекти, които изпълняват в трета държава функции, подобни на изпълняваните от някой от посочените по-горе субекти.

5. „Ликвиден пазар“ е пазар за финансов инструмент или клас финансови инструменти, на който постоянно присъстват продавачи и купувачи с намерение да търгуват и който отговаря на следните критерии, като се вземат предвид пазарните особености на конкретния финансов инструмент или на конкретния клас финансови инструменти:

а) средна честота и обем на сделките при определени пазарни условия, като се имат предвид характерът и жизненият цикъл на продуктите в рамките на класа финансови инструменти;

б) брой и вид на пазарните участници, включително съотношението на участниците на пазара спрямо търгуваните финансови инструменти за конкретен продукт;

в) среден размер на спредовете, когато информацията за него е налична.

VIII. ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ РАЗПОРЕДБИ

§1. Съветът на директорите на ИП ежегодно в срок до 31 януари всяка година преглеждат и оценяват съответствието на настоящите Правила с извършваните от инвестиционния посредник услуги и дейности, като при непълноти и/или необходимост от подобряване на вътрешната организация приема изменения и допълнения в Правилата. Независимо от изискването по предходното изречение управителният орган приема изменения и допълнения в настоящите Правила при констатиране на необходимост от това.

§2. Когато определени въпроси не са уредени в настоящите правила субсидиарно се



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

прилагат вътрешните актове на „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД.

§3. Съвета на директорите на ИП може да издава заповеди и инструкции по прилагането на настоящите Правила.

§4. Настоящите Правила се предоставят за сведение и изпълнение на служителите на посредника.

Тези Правила са приети с решение на съвета на директорите на „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД, съгласно протокол от 16.11.2020 г.



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП “ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС” АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

ПРИЛОЖЕНИЕ № 1

МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Методът на нетната балансова стойност на активите се състои в изчисляване на стойността на акциите на оценяваното дружество, като собствения капитал на дружеството (въз основа на последния финансов отчет) се раздели на общия брой акции в обращение.

$$P = \frac{A - L - PS}{N}$$

където:

P – стойността на обикновените акции на оценяваното дружество

A – активи

L – задължения

PS – стойност на привилегированите акции

N – общ брой обикновени акции в обращение

ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**МЕТОД НА СЪОТНОШЕНИЕТО ЦЕНА – ПЕЧАЛБА НА ДРУЖЕСТВО
АНАЛОГ**

1. Методът на съотношението цена – печалба на дружество аналог се състои в:
- 1.1. Изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на неговата печалба на акция с пазарен множител. Пазарният множител изразява съотношението между цената на дружество - аналог и неговата печалба на акция.
- 1.2. Печалбата на дружество - аналог и на оценяваното дружество се определя на базата на финансови отчети, обхващащи най-близкия едногодишен период. Печалбата на акция се определя като чистата печалба на дружеството се раздели на общия брой акции.
- 1.3. Множителят се изчислява на основата на средно претеглена цена на сключените с тях сделки за текущия работен ден.
- 1.4. Източник на първичната информация за извършване на посочените изчисления са счетоводните отчети на публичните дружества от регистъра на КФН и „Българска фондова борса“ АД, търговския регистър или достоверен източник на информация за съответния чуждестранен регулиран пазар.
- 1.5. Начин и критерии за определяне на дружество аналог:
- а) Дружество – аналог е такова дружество, което осигурява достатъчно добра база за сравнение, спрямо инвестиционните характеристики на оценяваното дружество.
- б) Изборът на дружества-аналози трябва да бъде обоснован чрез сравнителен анализ и оценка на техните характеристики и степента на сходство с характеристиките на оценяваното дружество.
- в) Дружеството-аналог се избира съгласно посочените критерии първоначално измежду дружествата, търгувани на регулиран пазар на ценни книжа в държавата по седалището на емитента, а при липсата на такова дружество – аналог – измежду дружествата, търгувани на регулирани пазари на ценни книжа в държави членки на ЕС.
- г) Критериите за определяне на дружества – аналози са:
- Сектор от икономиката, в който дружеството оперира;
 - Сходна продуктова гама;
 - Да има публикувани финансови отчети, даващи възможност да бъде обхванат най-близкия едногодишен период;
 - Да има сключени сделки с акциите на дружеството през текущия работен ден.
- д) Други критерии, които се използват при аргументацията на избор на дружество – аналог, са сравним основен капитал и сходни финансови показатели.

МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Методът на дисконтираните нетни парични потоци се използва за определяне на стойността на една обикновена акция на дружеството, като стойността на капитала на притежателите на обикновени акции се раздели на броя на обикновените акции в обращение.

Стойността на капитала на притежателите на обикновени акции се изчислява по два начина:

1. Метод на дисконтираните нетни парични потоци за обикновените акционери (Free Cash Flows to Equity) - чрез дисконтиране на нетните парични потоци, които остават за акционерите след посрещането на всички разходи, финансови задължения, необходими инвестиции и промени в оборотния капитал:

а) При този метод се използват нетните парични потоци, които остават след посрещането на всички разходи, покриването на финансовите задължения (включително главници и лихви по дългове на дружеството), необходимите инвестиции и промените в оборотния капитал.

б) Нетните парични потоци се изчисляват като прогнозната нетна печалба след лихви и данъци върху печалбата:

- се увеличи с прогнозните разходи за амортизация,
- се намали / увеличи с абсолютната стойност на прогнозната промяна в нетния оборотен капитал,
- се увеличи с прогнозната стойност на нов дълг, както и постъпления от издаването на емисии привилегировани акции,
- се намали с прогнозните инвестиции в дълготрайни активи,
- се намали с прогнозните погашения по главниците на дълга,
- се намали с прогнозните дивиденди за привилегировани акции.

Използва се следната формула:

$$FCFE = NI + Dep - FCInv - \Delta WCIInv - PP - PD + ND,$$

където:

FCFE – нетни парични потоци за обикновените акционери

NI – нетна печалба

Dep - амортизации

FCInv – инвестиции в дълготрайни активи

\Delta WCIInv – промяна в нетния оборотен капитал

PP – погашения по главници



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

PD – дивиденди за привилегирани акции

ND – нов дълг, както и постъпления от издаването на емисии привилегирани акции

в) При този метод нетните парични потоци се дисконтират с цената на финансиране със собствен капитал.

г) Цената на финансиране със собствен капитал е изискуемата норма на възвръщаемост на обикновените акционери и се дефинира по следните начини:

- чрез безрисковия лихвен процент плюс рискова премия:

$$k_e = k_{RF} + RP$$

където:

k_e - цената на финансиране със собствен капитал,

k_{RF} – безрисковия лихвен процент,

RP – рискова премия.

- чрез Метода на оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model - CAPM):

$$k_e = k_{RF} + (k_m - k_{RF}) \times \beta$$

където:

k_e - цената на финансиране със собствен капитал,

k_{RF} – безрисковия лихвен процент,

$(k_m - k_{RF})$ – пазарната рискова премия,

β – бета коефициент.

- чрез метода на дисконтираните парични потоци:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

където:

k_e - цената на финансиране със собствен капитал,

D_1 – очаквания следващ дивидент за една обикновена акция,

P_0 – цена на една обикновена акция,

g – очакван темп на растеж.

2. Метод на дисконтираните парични потоци за фирмата (Free Cash Flows to the Firm)

- чрез дисконтиране на нетните парични потоци за всички акционери и други инвеститори, намалени с всички дългове на компанията и други вземания на инвеститорите, различни от акционерите. Използват се нетните парични потоци за всички инвеститори във фирмата – притежатели на акции, дълг и преференциални акции. Нетните парични потоци се изчисляват по два начина:

а) При първия начин нетните парични потоци се изчисляват, като прогнозната печалба преди лихви и след данъци върху печалбата:

- се увеличи с прогнозните разходи за амортизация,
- се намали с прогнозната промяна в нетния оборотен капитал,
- се намали с прогнозните инвестиции в дълготрайни активи.

Използва се следната формула:

$$FCFF = EBIT \times (1 - TR) + Dep - FCInv - \Delta WCIInv$$

където:

FCFF – нетни парични потоци за фирмата
EBIT – печалба преди лихви и данъци
TR – данъчна ставка за фирмата
Dep – амортизации
FCInv – инвестиции в дълготрайни активи
 $\Delta WCIInv$ – промяна в нетния оборотен капитал

б) При вторият подход се използва следната формула:

$$FCFF = FCFE + Int \times (1 - TR) + PP - ND + PD$$

където:

FCFF – нетни парични потоци за фирмата
FCFE – нетни парични потоци за обикновените акционери
Int – разходи за лихви
TR – данъчна ставка за фирмата
PP – погашения по главници
PD – дивиденди за привилегирани акции
ND – нов дълг, както и постъпления от издаването на емисии привилегирани акции

в) Нетните парични потоци се дисконтират със средно претеглената цена на капитала на дружеството. При определянето на относителните дялове на различните източници на капитал се използват пазарните им стойности.

г) Средно претеглената цена на капитала на дружеството се определя чрез следната формула:

$$WACC = k_e \times \left(\frac{E}{E + D + PS} \right) + k_d \times (1 - t) \times \left(\frac{D}{E + D + PS} \right) + k_{ps} \times \left(\frac{PS}{E + D + PS} \right)$$

където:

WACC – средно претеглената цена на капитала
k_e – цената на финансиране със собствен капитал,



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

k_d - цената на финансиране с дълг преди да е отчетен данъчния ефект от разходите за лихви

t - данъчната ставка за фирмата

k_{ps} - цената на финансиране с привилегировани акции

E – пазарната стойност на акциите на компанията

D – пазарната стойност на дълга на компанията

PS – пазарната стойност на привилегированите акции на компанията.

3. Всеки един от методите за определяне на стойността на акционерния капитал може да използва един от двата модела на дисконтиране:

а) Постоянен темп на растеж, при който се приема, че ръстът на фирмата е постоянен и стабилен.

Формулата, която се използва е:

$$P_0 = \frac{FCF_1}{r - g}$$

където:

P_0 – настоящата стойност на свободните парични потоци;

FCF е или FCFE или FCFF;

r - съответната норма на дисконтиране;

g - постоянният темп на растеж на компанията.

б) Двуетапен темп на растеж, при който се приема, че съществуват два периода. За първия период се прави прогноза за нетните парични потоци за всяка година поотделно. За втория период се приема, че нетните парични потоци ще нарастват с устойчив темп или ще останат постоянни.

Формулата, която се използва е:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

където:

P_0 – настоящата стойност на свободните парични потоци;

FCF_t е или FCFE или FCFF през година t ;

r - съответната норма на дисконтиране през първия период;

P_n - стойността на свободните парични потоци в началото на втория период на устойчив ръст; P_n се изчислява по следния начин:

$$P_n = \frac{FCF_{n+1}}{r_n - g_n}$$



FOCAL POINT INVESTMENTS

ИП „ФОУКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТС“ АД
ЛИЦЕНЗИРАН ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

където:

r_n - съответната норма на дисконтиране през периода на постоянен ръст;

g_n - постоянният темп на растеж на компанията. Когато се приема, че през втория период нетните парични потоци ще останат постоянни, то тогава $g_n = 0$.