

Николина Марева

**КАПИТАЛОВИТЕ ПЕНСИОННИ
ФОНДОВЕ В БЪЛГАРИЯ – РАЗВИТИЕ,
СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ**



ГОДИШНИК НА ВУАРР

ТОМ VI



UNIVERSITY OF AGRIBUSINESS AND RURAL DEVELOPMENT
YEARBOOK, VOLUME VI, 2018

**CAPITAL PENSION FUNDS IN BULGARIA -
DEVELOPMENT, CURRENT SITUATION AND
PROSPECTS**

Nikolina Mareva

Abstract: The publication presents characteristics and historical development of the pension funds, organized on funded principle. The aim of the present study is to analyze the Bulgarian experience in introducing of supplementary pension insurance in private pension funds in the context of practices in other countries with capital pension schemes. Such an analysis is important to define the role and the importance of supplementary pension insurance in the whole pension system and the economy of the country.

Keywords: capital pension schemes, pension funds, investments, investment regulations, investment return.

КАПИТАЛОВИТЕ ПЕНСИОННИ ФОНДОВЕ В БЪЛГАРИЯ – РАЗВИТИЕ, СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Николина Марева

Резюме: В публикацията се представят характеристиките на пенсионните фондове, организирани на капиталов принцип, прави се преглед на тяхната същност и историческо развитие. Целта на настоящото изследване е в контекста на практиката в различните страни по организация и функциониране на капиталови пенсионни схеми да бъде анализиран българският опит при въвеждането на допълнително пенсионно осигуряване от капиталов тип. Подобен анализ е важен, за да се определи ролята и значението на капиталовия елемент в пенсионноосигурителната система и икономиката на страната.

Ключови думи: капиталови пенсионни схеми, пенсионни фондове, инвестиции, инвестиционно регулиране, доходност.

ВЪВЕДЕНИЕ

Капиталовите пенсионни схеми придобиха съществено значение през 90-те години на миналия век както в развитите страни, така и в страните с преходни икономики от Централна и Източна Европа. Пенсионната индустрия обслужва все по-голям дял от населението в световен мащаб и управлява активи над 40 трилиона американски долара през 2016 година.

Безспорен факт е, че световното население застарява. Съществуват задълбочени проучвания на възможните ефекти, които застаряването на населението може да окаже върху финансовите пазари (Schieber and Shoven, 1994; Turner et al., 1998; Poterba, 2004) и най-вече върху публичните финанси (Hagemann and Nicoletti 1989; Roseveare et al., 1996). В отговор на процеса на застаряване на населението в началото на века се задейства световна вълна от пенсионни реформи. Световната банка се застъпи за замяната на неустойчивите Pay-As-You-Go с комбинирани пенсионни системи и за периода 2002-2007 г. отпусна 13,2 милиарда долара в подкрепа на пенсионните реформи в 56 страни. По-голяма част от страните в Централна и Източна Европа (ЦИЕ) последваха модела на банката чрез въвеждане на професионални и лични пенсионни сметки, финансирани на капиталов принцип.

Основната цел на тези реформи беше да се намали негативният ефект на демографските промени и да се постигне по-добър баланс в пенсионно-осигурителните системи на отделните страни.

Чрез тази промяна капиталовите пенсионните фондове се очертаха като мощни институционални инвеститори с активи на стойност над 24,8 трилиона долара в края на 2016 г. в страните от ОИСР (ОЕСД, 2018), които допринасят за икономически растеж и развитие на финансовите пазари. Страните от ЦИЕ сравнително късно започнаха да въвеждат частни пенсионни фондове в пенсионно-осигурителните системи и процесът на управление на тези фондове е все още нов за тях (включително и за нашата страна). Необходимо е по-задълбочено изследване на функционирането на капиталовите пенсионни схеми, за да се определи тяхната роля и значение в пенсионноосигурителните системи и за развитието на капиталовите пазари и икономиките в тези страни.

Причините за възникването на фондовете от капиталов тип в нашата страна могат да се конкретизират с „...тенденция на незадоволителен финансов принос на самоосигуряващите се лица, ...нарастване броя на пенсионерите и намаляване броя на лицата полагащи труд, ...влиянето на сивата икономика.“ (Димитрова, 2018, с. 84-85, 87). С оглед на този факт стартира и реформа в пенсионната система през 1999 година, като се постави началото на тристълбовия пенсионен модел, базиран на предложената от Световната банка концепция.

С приемането на Закона за допълнително доброволно пенсионно осигуряване /ЗДДПО/ и Кодекса за задължителното обществено осигуряване /КЗОО/ се поставиха основите на новия пенсионен модел с неговите три елемента - държавното обществено осигуряване, функциониращо на разходопокривен принцип, допълнителното задължително пенсионно осигуряване с капиталов принцип на действие, представляващ допълнение към основния първи стълб с цел да повиши и разнообрази равнището на пенсионна защита, и доброволното пенсионно осигуряване, изградено също на капиталов принцип с цел да даде възможност на желаещите да реализират допълнителен пенсионен доход (Бюлетин на КФН, 2010). Така започнаха да функционират частни пенсионни фондове в България. Тези фондове са в така наречената „no mature“ фаза, т.е в тях все още само се натрупват средства и много по-малко се изплащат. През 2021 г. се очакват първите пенсионери, които ще получават пенсия от допълнителното задължително пенсионно осигуряване (II стълб). От тази гледна точка изследването на

ефективността на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване е важно, за да се определи дали ще успеят да гарантират адекватни пенсионни доходи на участниците в тях.

Целта на публикацията е в контекста на практиките в различните страни по организация и функциониране на капиталови пенсионни схеми да бъде анализиран българският опит при въвеждането на допълнително пенсионно осигуряване от капиталов тип и на тази база да бъдат направени изводи относно роля и значение му за финансовата устойчивост на пенсионноосигурителната система в страната.

ВЪЗНИКВАНЕ, СЪЩНОСТ И ИСТОРИЧЕСКО РАЗВИТИЕ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПЕНСИОННИ ПЛАНОВЕ

Капиталовият, или още наричан капиталовопокриващ модел, като форма и начин на функциониране е близък до частните застрахователни схеми. При този вид осигуряване индивидът натрупва капитал под формата на индивидуални осигурителни вноски в лична сметка и при достигане на определена възраст. Той получава пенсия под формата на пожизнен анюитет или под друга форма в зависимост от конкретната организация на пенсионния план. Тези сметки са управлявани от частни пенсионни компании, които оперират като взаимни фондове, защото инвестират натрупания капитал във финансови инструменти на капиталовите пазари. Капиталовият модел предполага, че работещите ще заделят определена част от трудовия си доход, от които вместо да се изплащат пенсии на неактивното население ще се инвестира във финансови активи. При настъпване на осигурителен риск лицето получава сумата от направените вноски заедно с реализираната доходност от инвестиции. Следователно с понятието **“капиталов пенсионен план”**¹ се означават системите, които се създават с цел да осигурят обезщетения срещу осигурителни рискове чрез предварително натрупване на средства в специален фонд, наречен капиталов пенсионен фонд. Осигурените в него лица акумулират средства под формата на индивидуални вноски в лични сметки. Лицето може да получи натрупаните средства след като навърши определена възраст под формата на пенсионен доход. За разлика от разходопокривния модел на пенсионно осигуряване, при който средствата във фонда служат, за да бъдат изплащани като пенсии на нетрудоспособните в конкретния момент, при капиталовия модел

¹ Понятията „пенсионен план“ и „пенсионна схема“ се използват като синоними. В САЩ, Канада и Япония е възприето понятието „пенсионен план“, а в европейските страни – „пенсионна схема“.

тези средства се натрупват във фонда и се инвестират на финансовите пазари с цел да бъде реализиран допълнителен доход и когато лицето достигне нетрудоспособна възраст да получи натрупаната в индивидуалната му партида сума. По този начин капиталовият пенсионен план предполага по-голяма лична заинтересованост, тъй като съществува пряка зависимост между направените вноски във фонда и получаваната пенсия.

Първите частни пенсионни планове са били въведени още в началото на 19 век в железопътната и банковата индустрия, а след това и в сферата на публичната администрация. През 1875 година компанията Американ Експрес създава първия пенсионен фонд в САЩ. В него можели да участват само служители, които имали 20 години стаж в компанията. Другите условия били да са навършили 60 годишна възраст и да са препоръчани и одобрени от борда на директорите. В началото на 20-ти век някои големи световни корпорации започват да предлагат пенсии на своите служители. Компаниите Standard Oil, US Steel, AT & T, Eastman Kodak, Goodyear и General Electric въвеждат пенсионни планове за своите служители преди Великата депресия през 30-те години на двадесети век. През 1921 г. с цел да се стимулира интересът към пенсионното осигуряване в САЩ е въведено данъчно облекчение и със закон се освобождават вноските за пенсии от федерален корпоративен данък върху доходите.

След Великата депресия през 1930 година все повече американци осъзнават необходимостта от осигуряване на доход за старини. От 1936 г. активното участие в частни пенсионни фондове бележи устойчив растеж. Работническите профсъюзи през 40-те години на миналия век също инициират въвеждането и растежа на пенсионните планове. До 1950 г. близо 10 милиона американци - или около 25% от работната сила в частния сектор, имат пенсионен план. Десет години по-късно - през 1960 г. - около половината от работната сила в частния сектор има някакъв пенсионен план. Във Великобритания в края на 19 век започва въвеждането на професионални пенсионни схеми от някои компании. С цел да стимулира този процес държавата освобождава от данък вноските за пенсия през 1921 г., а няколко години по-късно се предоставя възможност за доброволно пенсионно осигуряване на тези, които могат да отделят средства за това.

По-голяма част от пенсионните системи възникват и започват да се развиват след Втората световна война. Моделите за социално осигуряване търпят множество промени в своето развитие, които продължават и до днес. Те имат различни модификации в различните

страни. Въпреки критичния анализ от страна на някои автори, отправен към препоръчания от Световната банка комбиниран пенсионен модел (например, Singh, 1996, Kotlikoff, 1999), повечето от страните в ОИСР през 80-те години на 20 век започват да реформират пенсионните си системи точно по многостълбовия пенсионен модел на Световната банка (Schwarz and Demirguc-Kunt, 1999). Много страни са принудени да защитят финансовата платежоспособност на своята държавна пенсионна система чрез въвеждане на капиталов елемент (Bonoli, 2003). Реформи са проведени най-вече в страните от Източна Европа (Impravidio, 1997) и страните от Латинска Америка (Roldos, 2007).

След първоначалната вълна на реформиране и въвеждане на пенсионни схеми, основани на капиталовонатрупващ механизъм, последва втора вълна от реформи, ориентирани към преминаване от схеми с определени пенсии (Defined benefit) към схеми с определени вноски (Defined contribution), (Börsch-Supan, 2005, Kruse, 1995; Ross and Wills, 2002; Broadbent et al., 2006; Whiteford and Whitehouse, 2006) и въвеждането на нови форми на лични DC пенсии (Even и MacPherson 1994). Въпреки тази тенденция според изследването на Willow Towers Watson (2017) към края на 2016 г. пенсионните фондове на база дефиниран доход имат значителен превес (65,5%) в сравнение с фондовете на база дефинирани вноски (22,2%).

Учените изследват подробно възможните причини за тази промяна. В множество изследвания е доказано, особено за професионалните пенсии, че схемите с дефиниран доход са по-скъпи поради постоянно нарастващата продължителност на живота на пенсионираните и все по-честите сътресения на капиталови пазари (Ross and Wills, 2002, Aaronson and Coronado, 2005, Banks et al., 2005). В резултат на това тяхното регулиране и администриране изисква повече разходи (Kruse, 1995; Brown and Liu, 2001; Ross and Wills, 2002). От друга страна, пенсионните планове с определени вноски са по-удобни от гледна точка на мобилността на работната сила за разлика от класическия план с дефиниран доход, който обвързва работещия с неговия работодател до пенсиониране (Bodie et al., 1988, Aaronson and Coronado, 2005).

Тази тенденция на преминаване от DB към DC капиталови пенсионни системи във все повече страни има някои важни последствия за самите участниците. Основните предимства са повишената преносимост на пенсионните схеми и по-ниската зависимост от конкретен работодател. Основният недостатък е, че целият инвестиционен риск се понася от осигурените лица (Bodie et al., 1988,

Banks et al., 2005, Broadbent et al., 2006). Твърди се, че този недостатък донякъде може да бъде компенсирал от факта, че членовете на DC планове имат правото да се ангажират активно в избора и управлението на портфейла на фонда (Broadbent et al., 2006). Данните обаче сочат, че в повечето случаи те не получават достатъчно информация относно това какво се случва с техните средства, а дори и да са добре информирани, няма вероятност да участват в избора на инвестиционна стратегия на фонда (Ross and Wills, 2002; van Rooij et al., 2007). Те трябва да се доверят изцяло на компанията, която инвестира и администрира фонда, в който участват.

Все още съществуват малко изследвания относно портфейлното представяне на пенсионните фондове с дефинирани вноски. Някои анализи показват, че DC схемите могат да осигурят средно по-високи ползи за своите участници от DB схемите, особено в периоди на възход на капиталовия пазар (Samwick and Skinner, 2004). Други автори доказват, че те са неизгодни за групите с ниски доходи или такива с малък трудов стаж (Even and MacPherson, 2007, Poterba et al., 2007). Съществуват изследвания относно ефективността на схемите с дефинирани вноски и дали те могат да генерират пенсионен доход, близък по размер до дохода от получаваната заплата. Резултатите са противоречиви. Някои автори защитават тезата, че капиталовите схеми с дефинирани вноски могат да осигурят "адекватен" доход при пенсиониране (Brady, 2012). Други проучвания доказват, че DC схемите не могат да гарантират висок коефициент на заместване (Cannon and Tonks, 2009). Според Munnell et al. (2006), които изследват пенсионните фондове в САЩ, пенсионните планове с дефинирани вноски се представят по-зле от тези с дефиниран доход. Те могат да генерират доход, който едва покрива 25% от доходите по време на заетостта (Browning, 2011). Като се има предвид, че в нашата страна пенсиите от втория и третия стълб също са на базата на дефинирани вноски, както и в останалите страни от ЦИЕ, анализът на постигнатите инвестиционни резултати ще допринесе за обогатяване на теорията и практиката в областта на инвестиционното представяне на фондовете с дефинирани вноски. Освен това е важен момент от изследване развитието на капиталовите пенсионни фондове в България.

ВИДОВЕ КАПИТАЛОВИ ПЕНСИОННИ СХЕМИ И ПОДХОДИ ЗА ТЯХНОТО РЕГУЛИРАНЕ

Пенсионните администратори по света предлагат различни пенсионни схеми. Голямата конкуренция на пенсионноосигурителния пазар предполага и голямо разнообразие в дизайна на пенсионните планове. Съществуват схеми на база дефинирани вноски или с дефинирани плащания. В зависимост от тяхната организация биват хибридни, индивидуални, корпоративни. Някои от тях имат задължителен характер, а други са доброволни. В зависимост от това дали се предлагат някакви гаранции биват с гарантирана доходност или без гаранция и др.

Според МСС 19, в зависимост от икономическата им същност, произтичаща от принципните условия и правила, капиталовите пенсионни планове се класифицират или като планове с дефинирани вноски (DC), или като планове с дефинирани доходи (DB).

При **планове с дефинирани вноски** участниците в пенсионната схема или техните осигурители са задължени до размера на сумата, която е уговорено да се внася във фонда. В този случай размерът на дохода след пенсиониране, който ще получава осигуреното лице, се определя от сумата на направените вноски по време на трудовата дейност на лицето и реализираните доходи от инвестирането на тези вноски. Характерно за плановете с дефинирани вноски е, че актюерският риск (пенсионният доход да бъде по-малък от очаквания) и инвестиционният риск (т.е. инвестираните активи няма да бъдат достатъчни за изплащане на очакваните доходи) се носят от осигуреното лице.

При **плановете с дефинирани доходи** бъдещите пенсионни плащания са предварително определени. В този случай спонсорът на програмата или наета от него пенсионна компания поема задължението да осигури уговорените доходи на осигурените лица. Актюерският риск (т.е. че доходите ще струват повече от очакваното) и инвестиционният риск (когато постигнатата доходност е по-ниска от очакваната) се поемат от предприятието или пенсионната компания.

В много развити страни - като САЩ, Канада, Австралия и страните от Западна Европа - се срещат т.нар. корпоративни пенсионни планове. При тях съществуват различни разновидности: индивидуален пенсионен план, организиран от отделен работодател само за неговите работници, и пенсионни планове, в които са се обединили няколко работодатели от един бранш или даден регион. Освен това тези планове могат да бъдат финансирани изцяло за сметка на работодателя или/и с

участието на работниците или вноските може да се правят само за сметка на работниците.

В зависимост от характера на участието в тях биват задължителни за определени групи осигурени лица и такива, в които участието е на доброволен принцип с цел реализиране на допълнителен доход. В тристълбовия пенсионен модел участието във втория стълб има задължителен характер, а в третия стълб е доброволно.

За да бъде осъществен пенсионен план (схема) е необходимо да съществува пенсионен фонд. Пенсионният фонд представлява съвкупност от финансови активи, натрупани и управлявани с единствената цел да гарантират финансово обезпечение на правата на лицата да получат пенсия. Пенсионните фондове са част от пенсионните системи и като такива могат да бъдат държавни и частни. Частните пенсионни фондове първоначално са възникнали във Великобритания, САЩ и Канада, но в края на 20 век получиха широко разпространение и в други страни в Европа и Латинска Америка.

Според организацията на инвестиционния портфейл биват: фондове с **общ портфейл**, каквито са в нашата страна – всички активи на фонда са в един портфейл; **мултифондове** и **фондове с индивидуален портфейл**. Авторът защитава тезата, че мултифондовата организация на пенсионните фондове е най-подходяща от гледна точка на всички заинтересовани страни. Мултифондовата организация позволява на пенсионната компания да предлага различни инвестиционни портфейли на своите участници, а те от своя страна имат възможност да избират инвестиционен портфейл в зависимост от толерантността си към риск. Изборът на портфейл може да бъде направен на основа на риск-базиран подход или според жизнения цикъл на осигурените лица.

Според Христосков (2010) капиталовите пенсионни фондове могат да бъдат класифицирани в зависимост от това дали участието в тях е ограничено или не на **отворени** и **затворени**. Отворените пенсионни фондове са разпространени първоначално в страните от Латинска Америка, а по-късно - и в страните от Централна и Източна Европа. Участието в тях става по желание на работника, служителя или самонаетото лице без ограничения. Условието за участие се уреждат в правилниците за дейността им, а между фонда и неговите членове се сключват договори. Отворените пенсионни фондове могат да бъдат организирани на задължителен (mandatory open funds) или доброволен принцип (voluntary open funds). Когато участието в тези фондове има задължителен характер, държавата изпълнява стриктен контрол върху

тяхната дейност. Друга важна особеност е юридическата обособеност на фонда, т.е фондът и управляващото го дружество са две отделни юридически лица – пенсионен фонд, в който се съхраняват пенсионните спестявания в индивидуални сметки на лицата, участващи в него, и пенсионно дружество, което осъществява управлението на фонда и инвестира средствата.

Затворените пенсионни фондове са предназначени за служители и работници на отделен работодател или организация на работодатели. Също така затворени фондове се организират за определени професии или региони. Следователно професионалните пенсионни схеми и корпоративните пенсионни фондове са от затворен тип. Инициативата за създаване на затворен пенсионен фонд е на работодателя или спонсора на пенсионния план и условията за участие се уреждат чрез колективен трудов договор. Пенсионната индустрия е една от най-силно регулираните индустрии в световен мащаб, тъй като основната функция, която изпълнява, е социална защита. Чрез осигуряване в пенсионен фонд наетите лица би трябвало да си осигурят адекватен доход за следтрудова възраст, така че да запазят стандарта си на живот. Въвеждането на регулации от страна на държавата цели да минимизира рисковете доколкото това е възможно, тъй като пенсиите на осигурените лица трябва да са максимално сигурни.

Регулирането на капиталовите пенсионни схеми може да бъде обобщено в следните основни форми (Христосков Й. и кол., 2008):

- ✓ Институционална регулация;
- ✓ Ограничения на дейността по инвестиране на активите на фондовете;
- ✓ Регламентиране на пенсионните схеми;
- ✓ Регламентиране на таксите и удържките;
- ✓ Изисквания за резерви, минимална доходност и гаранционен фонд.

Нормативната регламентация на дейността на частните пенсионни дружества включва някои основни елементи: лицензионен режим, юридическа обособеност на управляващите дружества и пенсионните фондове, принцип на финансиране на осигурителните плащания, надзорни и контролни органи. Всички тези принципи по един или друг начин намират израз в нормативната база, която регламентира дейността на частните пенсионни компании в пенсионните системи на отделните страни. Регламентиране на пенсионните схеми се осъществява основно чрез регистрация на пенсионните схеми от надзорния орган. В нашата страна капиталовите пенсионни схеми са

регламентирани и относно спазване на някои изисквания за: резерви (задължителни, допълнителни); определяне и използване на техническа лихва; ползване на общи таблици за смъртност; ползване на лицензиран актюер от фонда и пенсионната компания.

Ограниченията на инвестиционната дейност също се определят конкретно от законодателството в дадена страна. В теорията и практиката по отношение начините и степента на регулиране на инвестиционната дейност на капиталовите пенсионни фондове в световен мащаб могат да бъдат обособени два основни подхода:

✓ Първият от тях включва използването на количествени ограничения за инвестиране, стриктно определени от регулаторния орган. Това означава, че нормативно се определят финансовите инструменти, а в някои случаи - и относителните им дялове в инвестиционния портфейл. Пенсионните компании следва да спазват тези ограничения. Съществуват изрични забрани за инвестиране в определени инструменти, а за други има количествени ограничения. Късното въвеждане на частни пенсионни фондове от страните в ЦИЕ и липсата на опит в управлението на пенсионни активи, както и някои допълнителни фактори - като например слаборазвитите и лесно манипулируеми капиталови пазари в тези страни, наложи във всички тях да бъде възприет подход за стриктно регулиране и използване на количествени ограничения за инвестициите на пенсионните фондове. Наличието на ясни правила, които просто трябва да бъдат следвани от мениджърите на пенсионните дружества, от една страна улесни тяхната дейност, но в същото време този подход ограничава възможностите за вземане на инвестиционни решения, които не са регламентирани от законодателството. Целта на количествените ограничения и забрани е да се гарантира адекватна диверсификация на инвестиционния портфейл на пенсионния фонд и подходяща норма на възвръщаемост, за да бъде сведен до минимум инвестиционният риск. Затова най-често законодателят ограничава значително инвестициите в инструменти с променлив доход за сметка на тези с фиксиран (Милев, 2009). Последните имат ниски колебания в доходността и в цените в краткосрочен период - и от тази гледна точка носят по-нисък инвестиционен риск, но в дългосрочен план имат незадоволителна доходност и много често не са в състояние дори да покрият темпа на инфлация. Като друг недостатък може да се посочи, че този подход не е гъвкав в условията на криза и след кризата, защото изисква законодателни промени, които се реализират по-бавно и не могат да бъдат адекватни на динамичните промени на финансовите пазари.

✓ Другият подход е свързан с по-либерален режим на регламентация от страна на регулаторните органи, известен като „правилото на благоразумния човек“ или „управление с грижата на добър търговец“. Този подход може да бъде синтезиран по следния начин: *„Доверителят трябва да изпълнява своите задължения с грижата, умението, благоразумието и усърдието така, както благоразумният човек би действал при управлението на предприятие от подобен характер и преследващо подобни цели”* (Davis, 2002, p. 3). „Благоразумният подход“ дава повече свобода за вземане на инвестиционни решения от управляващите пенсионни дружества. По този начин те могат да бъдат по-адаптивни към промените на финансовите пазари и да проявяват инвестиционни умения при вземането на решения, но това от друга страна е свързано с определени затруднения във връзка с правилната преценка от страна на регулатора доколко благоразумни са направените инвестиции. Въпреки тенденцията на преминаване предимно към благоразумния подход и намаляване на количествените рестрикции при регулирането на капиталовите пенсионни схеми в последните години в повечето страни от Централна и Източна Европа е възприета позицията, че тяхната инвестиционна дейност трябва да бъде максимално ограничена, така че рисковете да бъдат минимизирани доколкото това е възможно, за да бъдат гарантирани пенсиите на осигурените лица. Липсата на достатъчен опит от страна на пенсионните администратори на капиталовите пазари - за разлика от страните с развити капиталови пенсионни системи; информационната асиметрия между управляващите пенсионни дружества, пенсионните фондове и осигурените лица; нестабилните и слабо ликвидни местни капиталови пазари, които не предоставят много възможности за диверсификация и ограничаване на риска, са основателни причини за прилагането на рестриктивния подход. Всички тези фактори дават основание на регулаторните органи да ограничат максимално инвестициите на пенсионните фондове в рискови инструменти с цел да ограничат възможните загуби и да увеличат размера на бъдещите пенсии. По правило законите ограничения върху инвестициите на пенсионните фондове са много по-строги при задължителните отколкото при доброволните фондове. Във всички страни, в които функционират задължителни капиталови пенсионни схеми с дефинирани вноски, държавата използва количествени инвестиционни ограничения. Обикновено това са ограничения върху инвестиционните инструменти, в които могат да бъдат инвестирани активите на пенсионните фондове

или ограничения относно структурата на инвестиционния портфейл. Причината за тези ограничения е задължителният характер на участие в тях, което дава право на осигурените лица да очакват, че държавата ще се погрижи за инвестициите им, тъй като именно държавата е решила, че те трябва да участват в пенсионната схема.

Международната практика е богата на форми на регулиране на инвестиционния риск в пенсионните системи от капиталов тип: законова регламентация на активите, в които фондовете могат или трябва да инвестират; ограничения относно структурата на инвестиционния портфейл, таваните за инвестиции в инструменти на един емитент, ограничения на инвестициите в чужбина и т.н. Възприетият подход и използваните форми на регулиране обикновено зависят от няколко основни фактора: вид на пенсионните планове, т.е. дали са с дефинирани вноски или дефинирани плащания, дали са задължителни или доброволни за участниците. Освен това средата е определяща – доколко развит е капиталовият пазар в страната и доколко участниците в пенсионната система са информирани и имат пенсионно-осигурителна култура.

Основните констатации, които са направени в „Annual survey of investment regulation of pension funds” (OECD, 2017), са че по-голяма част от страните в ОИСР използват количествени ограничения на инвестиционната дейност. Същото се отнася и за страните, които не са членки на ОИСР, включени в изследването. Най-често използваното ограничение се изразява в нормативно регламентиране на инвестиционните инструменти, в които може или трябва да се инвестират активите на пенсионните фондове. Обикновено портфейлите на пенсионните фондове включват дългови ценни книжа, емитирани от държавата или от корпоративни или финансови институции; акции, права и дялове, инвестиционни имоти, а също и банкови депозити. Според цитираното изследване в края на 2016 година в по-голяма част от страните законодателно са ограничени инвестициите в акции, права и дялове до определени размери. Като цяло рестрикциите за инвестиции в държавни облигации са по-либерални отколкото в корпоративни. В някои страни не съществуват лимити за инвестиране в държавни ценни книжа. Повечето от страните са установили ограничения или забрани за инвестиции в недвижими имоти, частни инвестиционни фондове или заеми. Не са разрешени преки инвестиции в недвижими имоти в 20 страни: Чили, Италия, Япония, Мексико, Полша, Турция, Албания, Армения, Колумбия, Коста Рика, Македония, Хонконг (Китай), Индия, Косово, Малдиви, Нигерия,

Пакистан, Перу, Румъния и Тайланд. Въпреки това в повечето от изброените по-горе страни са забранени само преките инвестиции, като се допускат непреки инвестиции в недвижими имоти чрез облигации и акции на компании за недвижими имоти или инвестиционни тръстове за недвижими имоти. Само 8 страни от 77-те, включени в изследването, не използват тавани на инвестициите по класове активи. Това са Австралия, Белгия, Великобритания, Канада, Нова Зеландия, САЩ, Холандия и Малави. В някои страни има определени минимални лимити за инвестиции в определени класове активи. В България до 2006 година също съществуваше минимален относителен дял на инвестициите в ДЦК от 50%.

Друго ограничение върху инвестициите на пенсионните фондове е с цел да се ограничи рискът в портфейла е ограничаването дела на активите на пенсионния фонд, който може да бъде инвестиран в една емисия или един емитент или в капитала на друго дружество. Само някои страни не прилагат подобно ограничение (Австралия, Белгия, Нова Зеландия и др.) Инвестициите в свързани лица са забранени в по-голяма част от страните (с изключение на Нова Зеландия).

Последният вид инвестиционни ограничения включва специални правила относно инвестициите в чужбина. Тези правила варират от пълна забрана за инвестиране в чуждестранни активи до определяне на географски региони, в които е позволено да се инвестира. Ограниченията могат да се отнасят за класове активи или да бъде ограничен дялът на чуждестранните активи в портфейла като цяло.

Други допълнителни регулации по отношение на инвестициите на пенсионни фондове са свързани с валутата, в която са деноминирани активите, в които се влагат средствата на пенсионните фондове, с това дали се инвестира на регулирани пазари и др. (Данева, 2007).

През последните години повечето от законодателните промени, свързани с регулация на инвестициите на пенсионните фондове, доведоха до намаляване на ограниченията и доведоха до даване на повече свобода за действие на пенсионните мениджъри. Например Канада премахна ограничението за чуждестранни инвестиции (30% от портфейла) през 2005 г., а инвестиционните лимити станаха по-малко строги в Исландия през 2006 г. (когато ограничението на инвестициите в акции, емитирани от корпорации, беше повишено от 50% на 60% годишно), в Корея - през 2008 г. в Мексико - през 2016 г. (като се повишиха лимитите за акции), в Турция - през 2007 г., в България - през 2006 г. (където бяха премахнати ограниченията върху чуждестранните инвестиции и минималният размер на инвестициите в български ДЦК и

депозити), а в Кения - 2009 г. (когато горният таван на инвестициите в кенийски държавни ценни книжа се измести от 70% на 90%).

В българската практика по регулиране на инвестициите на пенсионните фондове е възприет подходът на количествени ограничения за инвестиране, допълнен от принципите на благоразумното инвестиране. Според чл. 126 от КСО средствата на ПФ се управляват и инвестират с грижата на добър търговец при спазване на принципите на надеждност, ликвидност и диверсификация в интерес на осигурените лица. В глава 14 и глава 25 от Кодекса за социално осигуряване са регламентирани инвестициите съответно на задължителните и доброволните пенсионни фондове. Според българското законодателство по отношение на допълнителните пенсионни фондове от капиталов тип се прилага количествено регулиране на портфейлите им, което се изразява в: законово определени класове активи, в които да инвестират фондовете; лимити на инвестициите в отделните класове активи или в една емисия, един емитент или компания; изисквания за валутно съответствие; ограничения за инвестиции в чужди активи относно използването на финансови деривативи, относно минимална гарантирана доходност при ФДЗПО; някои забрани за инвестиране и за предоставяне и получаване на заеми.

Целта на тези ограничения е да се гарантира, че средствата на частните пенсионни фондове се инвестират разумно и адекватно по преценката на регулаторните органи. Този подход си има своите предимства, тъй като поставя ясни правила, които трябва да бъдат следвани от пенсионните дружества. Той във висока степен се оказва подходящ по отношение на ограничаване загубите на пенсионните фондове по време на разразилата се световна финансова криза от 2007 г., Според редица автори (Данева, 2011; Милев, 2014) количествените ограничения изиграха съществена роля по време на финансовата криза, като предотвратиха съществения спад на доходността в сравнение, например, със спада на индекса SOFIX на БФБ. Но от друга страна този подход не е достатъчно гъвкав и ограничава възможностите за избор на инвестиционна стратегия от страна на управляващото активите на пенсионния фонд дружество, тъй като позволява диверсификация на портфейлите само в предопределените от закона граници. Законодателните промени изискват време и политическа воля и това съответно ограничава възможностите за по-добра адаптивност към динамичните промени на капиталовите пазари. Нормативната база търпи своето еволюционно развитие и следва световните тенденции на

либерализация на количествените ограничения и все повече благоразумие в инвестирането. Целта, която се преследва с това, е да се постигне по-висока степен на ефективност в дейността на пенсионните фондове и устойчивост на пенсионните плащания.

За осъществяване на дейността по пенсионно осигуряване и за управление на пенсионните фондове пенсионните компании въвеждат различни видове такси и удръжки. Не са правени много сравнения на използваните такси в дейността по пенсионно осигуряване в капиталови пенсионни фондове. Причината е, че в различните страни се използват различни такси и удръжки и е трудно да се намери база за директно сравнение между тях. Edward Whitehouse (2000) подробно изследва влиянието на таксите върху размера на пенсионния доход при капиталовите схеми. Според цитираното изследване емпиричните данни показват много различни нива на такси между страни със сходни капиталови пенсионни системи, които се основават на индивидуални сметки. Средният размер на таксите варира от 15% до повече от 30% от стойността на окончателните пенсионни спестявания. Друга констатация на автора е, че страните, които не прилагат ограничения на таксите, имат относително високи средни нива на административни такси, но доказателствата далеч не са категорични. В своята публикация Taria and Yermo (2008) използват показател, с който измерват съотношението на годишните такси към управляваните активи и се фокусират върху опита на Латинска Америка, Централна и Източна Европа, Австралия и Швеция.

В „Update of IOPS Work on Fees and Charges“, IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision, No.20 (2014) се прави опит да се обясни еволюцията на таксите в различните страни, сравнявайки нивото им през 2012-2013 г. с това отпреди шест години, като се вземат предвид реформите, които са въведени през 2008 г., когато е правено предишното изследване.

В България таксите и удръжките, които събират ПОД, са законовоустановени и пенсионните компании не могат да изискват други такси от осигурените лица освен записаните в закона. Освен това те са ограничени в определени размери. Редица автори смятат, че техният размер влияе върху ефективността на капиталовите пенсионни схеми. Според Димитров (2014) размерът на таксите в полза на пенсионния администратор е един от ключовите аспекти на ефективността при капиталовото пенсионно осигуряване. В своята публикация той прави изчисления, че 2% по-висока такса от осигурителната вноска при 130 лв. месечна вноска (5% от 2 600 лв.) води

до 2,60 лв. месечно по-ниска входяща сума по личната сметка на осигуреното лице. 0,5% по-висока инвестиционна такса води до намаляване на разполагаемите средства по личната сметка на лицето от най-малко 10 лв. всяка година (0,5% от 2 000 лв. натрупани средства, които се увеличават всяка година). Влиянието на таксите нараства и поради факта, че фазата на натрупване на средствата в пенсионния фонд е с продължителност между 30-40 години. Множество изследвания доказват негативния ефект на високите такси и удържки върху пенсионните спестявания. Според изчисления на КФН относно влиянието на таксите и удържките върху натрупаната сума в индивидуалната партида на осигуреното лице редуцирането ще е в размер на 20,4% вследствие на удържаните такси за период от 40 години. Изчисленията на КФН са при следните допускания: 40 години период на осигуряване; 6% ръст на работната заплата; 6% доходност; 5% вноска до 2016 г. и 7% вноска след 2017 г.; 5% такса от вноската и 1% годишно такса от активите.

Според Кодекса за социално осигуряване за осъществяване на дейността по допълнително задължително пенсионно осигуряване и за управление на пенсионните фондове пенсионноосигурителните дружества събират следните такси и удържки:

- процент от всяка осигурителна вноска - в размери, установени в правилника за организацията и дейността на пенсионния фонд, като максималният размер не може да надвишава 4,25 на сто от сумата за 2016 г., а до 2019 г. трябва да намалее до 3,75 на сто, която се превежда на пенсионния фонд;

- инвестиционна такса в размер до 0,9 на сто за 2016 г. върху стойността на нетните активи в зависимост от периода, през който те са били управлявани от пенсионноосигурителното дружество, която трябва да намалее до 0,75 на сто през 2019 г.

Пенсионноосигурителното дружество може да събира допълнителна такса в размер до 10 лв. при прехвърляне на средствата по индивидуалната партида на осигуреното лице.

Друг важен момент при пенсионните схеми на база дефинирани вноски е дали съществува механизъм за защита пенсионните спестявания на осигурените лица във фазата на натрупване, тъй като инвестиционният риск се понася изцяло от осигурените лица. Инвестиционният риск означава, че с оглед на конкретната икономическа и финансова конюнктура, инвестирането на средствата на пенсионния фонд, макар и осъществено в съответствие с всички приложими законови изисквания, може да има за резултат не само

по-ниска от очакваната доходност, но дори стойността на внесените средства да се намали. Осигуреното лице е единствен собственик на средствата по индивидуалната си партия и то единствено може да се възползва от реализираната положителна доходност, но в същото време понася и загубите, възникнали в резултат на обективни процеси на финансовите пазари. Въпреки това, когато става дума за задължителните пенсионни фондове на база дефинирани вноски, именно поради принудителния характер на участие на осигурените лица във фонда, би трябвало държавата да гарантира по някакъв начин техните средства. Гарантирането на средствата във фазата на натрупване е регламентирано по различен начин в нормативната уредба на задължителните пенсионноосигурителни фондове на различните страни. В Зелената книга са дадени насоки относно механизми за минимални гарантирани плащания, комбинация между схеми с дефинирани вноски и такива с дефинирани плащания и др. подобни.

Проучванията показват разнообразие при гаранционните механизми, но такива са въведени в редица страни по света – Белгия, Дания, Германия, Швейцария, страните от ЦИЕ, Латинска Америка и др. Практиката по прилагане на механизми за гарантиране на минимална възвръщаемост от инвестиране на пенсионните активи е различна в различните страни (Antolin et al., 2009), но може да бъде обобщена в два подхода. Първият от тях е свързан с определяне на абсолютна стойност на минималната възвръщаемост, която се гарантира от пенсионните компании. В Швейцария например задължителните професионални пенсионни фондове (II стълб) трябва да реализират определен процент минимална възвръщаемост, който се променя законодателно в зависимост от пазарната конюнктура. Гарантирането на минимален размер на възвръщаемост се прилага за пенсионните фондове в Белгия, Германия, Япония и др. При другия подход, който е приложим и в България, гарантираната минимална доходност се определя в някакво съотношение със средната за отрасъла или се използва друг бенчмарк. В Словения например пенсионните фондове на база дефинирани вноски трябва да постигат минимална възвръщаемост от 40% от средногодишната доходност на ДЦК.

Като правило гаранционните механизми се прилагат в банковата и застрахователната индустрия, но предвид социалната функция на пенсионното осигуряване те намират известно приложение и при частните пенсионни фондове, особено когато участието в тях има задължителен характер или ще осигурят по-голяма част от пенсионния доход на участниците в тях. Естествено, за да бъдат въведени подобни

механизми законодателно, трябва да се преценят ползите от тях в сравнение с разходите, които трябва да бъдат направени. Преценявайки ползите трябва да се вземе предвид и фактът, че гаранционните механизми могат да повишат привлекателността на пенсионното осигуряване в частни пенсионни схеми. Друг известен факт е, че за създаването на гаранционен фонд са необходими средства и това неминуемо води до нарастване на разходите на дружествата и до увеличаване на таксите, така че в крайна сметка подобни гаранции могат да намалят размера на пенсионните спестявания.

В България праг на минимална доходност е въведен за фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване. Тя се определя съгласно КСО и Наредба 12 на КФН, поотделно за универсалните и професионалните пенсионни фондове, като по-малката стойност от: 60 на сто от средната за отрасъла или 3% по-малка от средната. Действащата в момента нормативна уредба за гарантиране на минимална доходност на задължителните пенсионни фондове само покрива недостига до определен процент от средната доходност, постигната към края на дадено тримесечие от всички фондове от съответния тип, но това не означава, че може да гарантира запазването на размера на средствата, внесени по индивидуалните партии. По време на спад на капиталовите пазари средната доходност може да бъде и отрицателна и в тези случаи внесените средства не само че не се запазват, но и намаляват. За най-лошия период за българските универсални пенсионни фондове по време на финансовата криза (09.2007-09.2009) гарантираната минимална доходност беше -11,45%, тъй като средно претеглената доходност на УПФ за този период беше -8,45% по данни на КФН. В такива моменти на отрицателна доходност този механизъм не може да гарантира запазване на средствата на осигурените лица. Поради липсата и на законови механизми за защита на внесените средства от инфлацията, може да се окаже в края на осигурителния период, че натрупаните по индивидуалните партии средства във фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване са се обезценили дотолкова, че не могат да отговорят на очаквания от осигурените лица доход от втори стълб. Това поставя под въпрос адекватността на бъдещите пенсии от втори стълб и доверието към този вид осигуряване. Подобни причини доведоха до отклоняване от първоначално замислените реформи в някои страни от ЦИЕ и те направиха съществени промени като редуцираха или премахнаха задължителните капиталови пенсионни фондове, тъй като

не постигнаха очакваните резултати (Естония, Латвия, Литва, Унгария, Полша, Румъния и Словакия).

При доброволното пенсионно осигуряване липсва гаранционен механизъм, тъй като този тип осигуряване се осъществява единствено и само по желание на осигуреното лице, поради което не са нужни и специални гаранции за натрупаните по индивидуалната му партида средства. Следва да се има предвид обаче обществената значимост и социалния характер на това осигуряване, заложените в него цели и необходимостта от нарастване на общественото доверие, за да могат да се постигнат тези цели. Анализатори смятат, че въвеждането на гаранционен механизъм при доброволното осигуряване би допринесло за повишаване на общественото доверие в капиталовия елемент на пенсионната система.

В световната практика са познати различни начини за гарантиране на средствата на осигурените лица във фазата на натрупване – чрез създаване на специализирани резерви в самото пенсионноосигурителното дружество, чрез създаване на гаранционен фонд, финансиран от всички действащи дружества, чрез издаване на „държавни ценни книжа, обвързани с процента на инфлация”, в които да се инвестират средствата на осигурените лица и други подобни (Бюлетин на КФН, 2010). В българското законодателство съществуват различни гаранционни механизми за банковите депозити, за продуктите на животозастраховането. Такъв може да бъде предвиден и за доброволното пенсионно осигуряване, като се има предвид обществената значимост и социалния характер на това осигуряване.

КАПИТАЛОВО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ В БЪЛГАРИЯ – РАЗВИТИЕ, РЕЗУЛТАТИ И ВЪЗМОЖНОСТИ

Първите частни пенсионни фондове в нашата страна възникват през 1994 г., като на практика поставят началото на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване (III стълб). Законната регламентация на пенсионноосигурителната система от капиталов тип се осъществи през 1999 г. с приемането на Закона за допълнително доброволно пенсионно осигуряване /ЗДДПО/ и Кодекса за задължителното обществено осигуряване /КЗОО/. Тези два закона поставиха основите на новия пенсионен модел с неговите три елемента - държавното обществено осигуряване, създадено на базата на съществуващата разходопокривна (солидарна) система, съответно реформирана и адаптирана към новите условия, допълнителното задължително пенсионно осигуряване - с капиталов принцип на

действие, представляващ допълнение към основния първи стълб с цел да повиши и разнообрази равнището на пенсионна защита, и доброволното пенсионно осигуряване, изградено също на капиталов принцип на действие с цел да даде възможност за допълнителен пенсионен доход. През 2000 г. бе създаден държавният орган за надзор и лицензиране на дейността на пенсионноосигурителните дружества - Държавната агенция за осигурителен надзор /ДАОН/ към Министерски съвет. През 2003 г. функциите на ДАОН се изземват от КФН и е приет нов Кодекс за социално осигуряване, с който *се доразви и усъвършенства регламентацията на пенсионното законодателство в България и се постигна по-нататъшно утвърждаване на българския модел на допълнителното пенсионно осигуряване чрез създаване на по-добри условия за гарантиране на средствата и интересите на осигурените лица и за повишаване на обществената прозрачност и доверието в тази сфера* (Бюлетин на КФН, 2010). През 2006 г. се наложи въвеждането в българското законодателство на професионалните пенсионни схеми във връзка с необходимостта от хармонизиране с европейското законодателство и транспониране на три директиви на Европейския съюз - Директива 86/378/ЕИО за прилагането на принципа за равното третиране на жените и мъжете при професионални схеми за социална сигурност²; Директива 98/49/ЕО относно запазване на допълнителните пенсионни права при движение в Общността и на Директива 2003/41/ЕО за дейността и надзора на институциите за професионално пенсионно осигуряване. По този начин законодателството уреди управлението и надзора на пенсионното осигуряване по професионални схеми при трансгранична дейност в рамките на общността.

Според чл. 120а от КСО Допълнителното социално осигуряване се осъществява чрез участие в универсални и/или професионални пенсионни фондове, фондове за допълнително доброволно пенсионно осигуряване и/или фондове за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми и във фондове за допълнително доброволно осигуряване за безработица или за професионална квалификация, които се учредяват и управляват от лицензирани по реда на този кодекс пенсионноосигурителни дружества или от дружества за допълнително доброволно осигуряване за безработица и/или професионална квалификация.

² Отменена с Директива 2006/54/ЕО за прилагането на принципа на равните възможности и равното третиране на мъжете и жените в областта на заетостта и професиите.

Съгласно правната регламентация в нашата страна пенсионноосигурителните дружества /ПОД/ са акционерни дружества, лицензирани от Комисията по финансов надзор /КФН/ по реда на Кодекса за социално осигуряване и регистрирани по Търговския закон. Дружеството има предмет на дейност единствено допълнително пенсионно осигуряване и в тази връзка са му наложени някои забрани - не може да извършва търговски сделки, които не са пряко свързани с дейността му, няма право да участва в граждански и търговски дружества като неограничено отговорен съдружник, както и да придобива акции в други пенсионноосигурителни дружества. За да осъществява основната си дейност, то трябва да получи лицензия от комисията за финансов надзор, която е безсрочна, но може да му бъде отнета от КФН, когато нарушава изискванията на КСО; ако се преобразува; ако се прекратява по решение на общото събрание на акционерите или е неплатежоспособно, или е с отнети разрешения за управление на всички учредени от него фондове за допълнително пенсионно осигуряване и др. Учредители и акционери на пенсионноосигурително дружество могат да бъдат: български физически или юридически лица; физически и юридически лица от друга държава-членка, чуждестранни юридически лица, ако са регистрирани като осигурителна, застрахователна или финансова институция по националния им закон и подлежат на специализиран финансов надзор. Пенсионноосигурителното дружество може да издава само поименни безналични акции с право на един глас. В Кодекса за социално осигуряване са поставени изисквания към минималния размер на капитала на пенсионноосигурителното дружество - 5 млн. лв., който трябва да е изцяло внесен с парични вноски към момента на подаване на заявлението за лицензия. За да се гарантира финансовата стабилност на пенсионните дружества в КСО има изискване те да разполагат по всяко време със собствен капитал в размер не по-малък от 50 на сто от минималния учредителен капитал. Въведени са и някои други ограничения с цел гарантиране на финансова стабилност на ПОД. Дружеството няма право да дава заеми или да бъде гарант на трети лица; може да ползва заем на стойност до 10 на сто от собствения си капитал (капиталовата база), ако заемът е за придобиване на дълготрайни материални активи, които са пряко необходими за извършване на дейността и е за срок не по-дълъг от 3 месеца. ПОД също така няма право да издава облигации.

Дейността по допълнителното социално осигуряване се базира на следните основни принципи: лицензионен режим и изключителност на

дейността; юридическа обособеност на управляващото дружество и фонда; индивидуалност на осигуряването; фондов /капиталов/ принцип на финансиране на осигурителните плащания, прозрачност и държавно регулиране и надзор. Основната задача на ПОД според Кодекса за социално осигуряване е да инвестира постъпилите средства от осигурителни вноски с грижата на добър търговец при спазване принципите на надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация в интерес на осигурените лица. С цел да бъдат спазени тези принципи законодателят е поставил изисквания към финансовите инструменти, в които могат да бъдат влагани средствата на пенсионните фондове, предвиждайки редица ограничения и забрани за инвестиране.

За осъществяване на дейността си пенсионноосигурителните дружества сключват договори с банки-попечители, инвестиционни посредници, инвестиционни консултанти и осигурителни посредници. Активите на фонд за допълнително пенсионно осигуряване се съхраняват от банка-попечител, с която е сключен договор за попечителски услуги. В чл. 123а, ал. 2 и 3 на КСО са изброени изискванията, на които трябва да отговаря банката-попечител.

Банката-попечител е натоварена със следните дейности: съхраняване и отчитане на безличните ценни книжа, които са собственост на фонда за допълнително пенсионно осигуряване; съхраняване на документите, удостоверяващи собствеността върху ценни книжа; счетоводно отчитане на активите на фондовете; съхраняване на платежните документи и други документи и указания, постъпили от съответното пенсионноосигурително дружество във връзка с инвестирането и съхраняването на активите на фонда за допълнително пенсионно осигуряване; проверява извършената от пенсионноосигурителното дружество оценка на активите на фонда за допълнително пенсионно осигуряване и при констатиране на несъответствия уведомява пенсионноосигурителното дружество и следи за своевременното им отстраняване. Банката-попечител ежедневно съблюдава спазването на КСО и на подзаконовите актове по прилагането му от страна на пенсионноосигурителното дружество. Заради важните функции, които изпълняват, банките, които могат да бъдат попечители, се утвърждават от БНБ, съгласувано с КФН.

За да извършва сделки с ценни книжа пенсионната компания задължително сключва договор с един или повече **инвестиционни посредници**, които се одобряват от управителните органи на дружествата и не могат да бъдат свързани с дружествата лица.

Дружеството сключва договор и с **инвестиционен консултант**, който не може да бъде: член на управителен или контролен орган или прокурист на пенсионноосигурителното дружество или свързано с тях лице; брокер по договор с инвестиционен посредник; инвестиционен консултант по договор с инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, управляващо дружество или с друго пенсионноосигурително дружество.

Пенсионноосигурителните дружества могат да сключват договори с **осигурителни посредници** - физически или юридически лица. При осъществяване на дейността си осигурителният посредник е длъжен да оказва съдействие на лицето, подаващо заявление за допълнително пенсионно осигуряване или заявление за промяна на участие и за прехвърляне на средства от един в друг фонд за допълнително пенсионно осигуряване, и да следи да не се допусне увреждане на интересите му; да разяснява на лицата добросъвестно и с дължимата грижа правата и задълженията им по осигурителните договори, да им предоставя вярна и точна информация за съответното пенсионноосигурително дружество и управляваните от него фондове за допълнително пенсионно осигуряване и да не дава обещания или да прави предположения относно бъдещата доходност от инвестиране на средствата на съответния фонд; да опазва личните данни на осигурените лица; да опазва търговската тайна и търговския престиж на пенсионноосигурителното дружество, с което е сключило договор за посредническа дейност, и да не предоставя неверни, непълни или подвеждащи сведения за други пенсионноосигурителни дружества.

Актюерското обслужване на ПОД и управляваните от него фондове за допълнително пенсионно осигуряване се извършва само от лицензиран актюер. Той трябва да отговаря на изисквания относно образование и опит, за да изпълнява дейностите, определени от КСО.

Всяко ПОД има система за вътрешен контрол, чрез която следи законосъобразното изпълняване на дейността му. Външният надзор на дейността на ПОД се осъществява от КФН и нейният орган – заместник-председателят, ръководещ управление “Осигурителен надзор”. Прозрачността в дейността на пенсионноосигурителните дружества се гарантира освен чрез информацията, която те регулярно предоставят на Комисията за финансов надзор, и чрез информацията, която дружествата са задължени да предоставят на участниците в управляваните от тях пенсионни фондове. Пенсионните фондове и ПОД, които ги управляват са независими юридически лица. Това е важен аспект от управлението на пенсионните фондове, тъй като те

представляват инвестиция на бенефициентите. Пенсионните фондове не отговарят за загубите, реализирани в резултат на дейността на управляващите ги ПОД. Пенсионните фондове не могат да обявяват фалит, това могат да правят само учредилите ги ПОД. По този начин са гарантирани правата на осигурените лица, че внесените от тях осигурителни вноски няма да бъдат загубени при неадекватен мениджмънт от страна на пенсионната компания.

Приходите на пенсионноосигурителните дружества се формират от такси и удръжки, определени в КСО, както и от управлението на собствените активи.

Всяка лицензирана от КФН пенсионна компания може да управлява универсален пенсионен фонд /УПФ/, професионален пенсионен фонд /ППФ/, доброволен пенсионен фонд /ДПФ/, както и ДПФ по професионални схеми след получаване на отделно разрешение за това.

Всяко ПОД може да управлява само по един от четирите вида фондове: универсален, професионален, доброволен и доброволен по професионални схеми. Към края на 2016 година само една компания управлява и четирите вида фондове (таблица 1).

Таблица 1. Пенсионноосигурителни дружества и фондове, които управляват

Пенсионна компания	УПФ	ППФ	ДПФ	ДПФПС
ПОК "ДОВЕРИЕ" АД	✓	✓	✓	
ПОК "СЪГЛАСИЕ" АД	✓	✓	✓	
ПОК "ДСК-РОДИНА" АД	✓	✓	✓	✓
ПОД "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ" АД*	✓	✓	✓	✓
"ЕН ЕН ПОД" ЕАД	✓	✓	✓	
ПОАД "ЦКБ-СИЛА"	✓	✓	✓	
ПОД "БЪДЕЩЕ" АД	✓	✓	✓	
ПОД "ТОПЛИНА" АД	✓	✓	✓	
"ПЕНСИОННО ОСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД	✓	✓	✓	
ОБЩО	9	9	9	2

* ПОД „Алианц България“ АД има лицензиран ДПФПС, но той не извършва дейност.

Допълнителното задължително пенсионно осигуряване дава право на втора допълнителна пенсия на родените след 31.12.1959 г. и възможност за получаване на пенсия за ранно пенсиониране на работещите при условията на първа и втора категория труд. Осигуряването във фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване има персонален характер и подлежащите на осигуряване лица правят личния си избор на фонд чрез подаване на заявление, съгласно Наредба № 33 от 19.09.2006 г. за индивидуалните заявления за участие във фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване и за възобновяване на осигуряването в универсален пенсионен фонд. Осъществява се чрез участие в универсални и/или професионални пенсионни фондове, учредени и управлявани от лицензирани пенсионноосигурителни дружества. Осигурителните вноските се записват и натрупват по индивидуалната партида на всяко осигурено лице към датата на постъпването им по сметка на фонда. Администрирането на индивидуалните партиди се осъществява в левове и в дялове. Удръжките като процент от всяка осигурителна вноска се извършват преди определянето на дяловете. Всеки дял представлява пропорционална част от нетните активи на фонда. Стойността на един дял във фондовете за допълнително пенсионно осигуряване се определя ежедневно като съотношение между стойността на нетните активи на фонда към края на предходния работен ден и броя на дяловете на пенсионния фонд към края на същия работен ден. При постъпване на вноските на осигурените лица във фонда те се преобразуват в дялове и в части от дялове, които се прибавят към индивидуалните им партиди. Доходът от инвестиране на средствата на фонда също се включва при определянето на стойността на един дял. При прехвърляне на средства и/или промяна на участие осигуреното лице се прехвърля сумата, получена от броя дялове по неговата индивидуална партида, умножени по стойността на един дял, определен за съответния ден. Администрирането на пенсионните фондове в дялове е ежедневен процес и подлежи на вътрешен контрол от пенсионноосигурителните дружества. Информацията за управляваните пенсионни фондове се обобщава в ежедневни справки, които се подават към Комисията за финансов надзор и по този начин се осъществява дистанционен надзор от нейна страна.

Универсални пенсионни фондове /УПФ/

Задължителните пенсионни фондове съставляват втория стълб на пенсионната система в страната и се финансират на капиталов принцип

на базата на дефинирани вноски (defined contribution). До август 2015 г. вноски в УПФ бяха длъжни да правят всички работещи, родени след 31.12.1959 г. След направените изменения в КСО на осигурените лица се даде право да избират дали да участват в допълнителен универсален пенсионен фонд на капиталов принцип или да участват само в солидарния стълб на пенсионната система – държавно обществено осигуряване (ДОО). Осигуряването в универсалните пенсионни фондове има персонален характер, което означава, че участниците в универсалните пенсионни фондове имат индивидуални осигурителни номера и индивидуални осигурителни партии, т.е индивидуални сметки. Вноските са с предварително определен размер и периодичност на плащане. Вноската за УПФ е 5% от осигурителния доход в съотношение 60:40 работодател:осигурен или изцяло за сметка на самоосигуряващо се лице. С размера на вноската се намалява вноската на осигуреното лице във фонд „Пенсии“ на ДОО. Участието в УПФ дава право на допълнителна пожизнена пенсия за старост след придобиване на правото на пенсия от ДОО или по желание на осигуреното лице пет години преди навършване на възрастта за придобиване правото на пенсия за осигурителен стаж и възраст от ДОО, при условие че по индивидуалната му сметка има натрупани достатъчно средства, които позволяват отпускането на пенсия в размер, не по-малък от размера на минималната пенсия от ДОО. Размерът на допълнителната пенсия зависи от натрупаната сума в индивидуалната партия от направените вноски и доходите от тяхното инвестиране, намалена с таксите и удържките, в зависимост от продължителността на живота след пенсиониране в съответствие с утвърдените биометрични таблици и техническия лихвен процент. До 50% от средствата по индивидуалната партия на лицето, осигурено в УПФ, могат да бъдат изплатени при пожизнено загубена работоспособност над 89,99%. Ако осигуреното лице почине, натрупаната сума в индивидуалната му партия се наследява.

Универсалните пенсионни фондове са с най-голяма тежест сред всички фондове за допълнително пенсионно осигуряване с над 3,5 млн. индивидуални сметки и 8899,6 млн. лв. нетни активи, които възлизат на 82,7% от общите нетни активи на ПОД към края на 2016 г. по данни на КФН.

Професионални пенсионни фондове /ППФ/

ППФ са допълнителни задължителни пенсионни фондове за лицата, работещи при тежки условия на труд от първа и втора категория,

независимо от датата на раждането им. Финансирането им се осъществява от осигурителни вноски в размери съответно: 12% - за лицата, работещи при условията на първа категория труд; и 7% - за лицата от втора категория, от осигурителния доход и е изцяло за сметка на работодателя.

Съгласно чл. 142, ал. 1 от КСО участието в професионален пенсионен фонд дава право на лицата да получат: срочна професионална пенсия за ранно пенсиониране в зависимост от категорията труд, в която е работило лицето; еднократно изплащане до 50% от сумата, натрупана в индивидуалната осигурителна партида на лицето при над 89,99% трайна загуба на работоспособността; еднократно или разсрочено изплащане на натрупаните суми на наследниците на починало лице – член на пенсионния фонд или негов пенсионер.

Професионалната пенсия за ранно пенсиониране е срочна и се получава до момента на придобиване право на пенсия за осигурителен стаж и възраст от Държавното обществено осигуряване. Лицата, осигурени за допълнителна професионална пенсия, имат право да изтеглят еднократно или да прехвърлят натрупаните средства в универсален пенсионен фонд, ако не са придобили право на пенсия при споменатите условия. Размерът на пенсията зависи от сумата, натрупана в индивидуалната осигурителна партида от осигурителните вноски на работодателите и доходността от инвестирането на средствата след приспадане размера на таксите и удържките. Тя се определя на база на натрупаната сума в зависимост от срока на получаване и техническия лихвен процент определен от заместник-председателя на КФН.

Доброволни пенсионни фондове /ДПФ/

Доброволните пенсионни фондове изграждат третия стълб от българската пенсионна система и представляват капиталовонатрупващи пенсионни схеми с дефинирани вноски, участието в които има доброволен характер. Характеризира се с поддържане на индивидуална партида за всяко осигурено лице, по която се натрупват направените от него осигурителни вноски (еднократни и/или периодични), както и доходът от тяхното управление и инвестиране. Всяко лице, навършило 16 години, може да се осигурява доброволно или да бъде осигурявано в доброволен пенсионен фонд при сключване на договор с пенсионноосигурително дружество. Посредством лични вноски, вноски от работодател или друг осигурител лицата, участващи в допълнителен доброволен фонд или фондове за допълнително пенсионно осигуряване

по професионални схеми, могат да си осигурят получаването на допълнителен пенсионен доход. За разлика от осигуряването в задължителните пенсионни фондове осигурителните вноски в доброволен пенсионен фонд могат да бъдат както за сметка на работодателя, така и за сметка на друг осигурител или за лична сметка. Освен това не са регламентирани нормативно размерът и периодичността на плащането им, а се посочват в осигурителния договор в зависимост от желанието на лицето. Те могат да бъдат периодични или еднократни и да се правят от:

- физически лица - за своя сметка;
- работодатели, които са осигурители - за своите работници и служители;
- органи, които са осигурители – за държавните служители; съдиите, прокурорите, следователите и др.

Всяко осигурено лице може да има само една индивидуална партида във фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване. Тя се води също в левове и в дялове.

Осигуряването във фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване дава право на: лична пенсия за старост; лична пенсия за инвалидност, наследствена пенсия или еднократно или разсрочено изплащане на натрупаната сума в индивидуалната сметка на лицето. Личната пенсия за старост може да бъде пожизнена или срочна по избор на осигуреното лице. Правото за придобиването ѝ възниква при придобиване право на пенсия за осигурителен стаж и възраст от държавното обществено осигуряване. По желание на осигуреното лице обаче доброволният фонд може да изплаща пенсия и до пет години преди навършването на тази възраст. Размерът на пожизнената доброволна пенсия се определя на базата на: натрупаните средства по индивидуалната партида; биометричните таблици и техническия лихвен процент, одобрени от КФН. Размерът на срочната пенсия се определя в зависимост от същите критерии като се взема предвид срокът на получаването ѝ.

При настъпване на инвалидност лицето получава правото на лична пенсия за инвалидност. Тя може да бъде пожизнена или срочна. Лицата също имат право на еднократно или разсрочено изплащане на натрупаните средства по индивидуалната им партида.

При смърт на осигуреното лице или пенсионер възниква правото на наследствена пенсия или еднократно или разсрочено изплащане на натрупаните средства по индивидуалната му партида. Лицата, които

имат право на наследствена пенсия, се посочват в осигурителния договор.

Характерна особеност на доброволното пенсионно осигуряване е правото на осигуреното лице да изтегли по всяко време натрупаните средства от лични вноски (не се отнася за вноски от работодател³). Поради тази причина доброволното пенсионно осигуряване може да се разглежда и като дългосрочна инвестиция, която може да донесе допълнителен доход на участниците в него.

С осъществените промени в КСО от 2006 година стана възможно въвеждането на допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми. Принципите на функциониране на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми са същите, както и за фондовете за допълнително доброволно осигуряване. Към настоящия момент от началото на 2009 година в България функционира само един фонд за доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми - ДПФПС "ДСК-РОДИНА". Към края на 2016 г. нетните активи на фонда възлизат на 11803 хил. лв., а общият брой на осигурените лица по професионални схеми е 7257.

Както вече беше споменато, при инвестирането на активите ФДПО са длъжни да спазват принципите на надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация. Предвид социалното значение на допълнителното пенсионно осигуряване прилагането на тези принципи следва да води до относително ниска степен на пазарен риск при инвестирането на активите и постигане на такова равнище на доходност, при което не само се запазва, но и нараства покупателната способност на средствата от индивидуалните партии на участниците в пенсионните фондове. Защитата на интересите на осигурените лица във ФДПО е свързана със законово регламентирани инвестиционни ограничения в качествен и количествен аспект. Качествени ограничения са например относно инструментите, в които могат да бъдат инвестират активите на фондовете, относно инвестициите на регулирани пазари и в определени страни, относно кредитен рейтинг и др. Количествени лимити са регламентирани за инвестициите в различни финансови инструменти, различни емитенти, различни валути и др. Количествените ограничения за инвестиране при доброволните фондове са по либерални в сравнение с тези при задължителните фондове. Разрешени за инвестиране са следните инструменти (таблица 2): държавни ценни книжа; корпоративни облигации; обезпечени

³ Когато вноските са правени от работодател, осигуреното лице има право да изтегли средствата, когато придобие право на пенсия за осигурителен стаж и възраст.

корпоративни облигации нетъргуеми на регулирани пазари; общински облигации; ипотечни облигации; банкови депозити; акции, права и дялове; хеджиращи инструменти; инвестиционни имоти и репо сделки. В сила е забрана за инвестиране в: ценни книжа, които не са напълно изплатени; ценни книжа, издадени от ПОД или свързани с него лица; ценни книжа, издадени от банката попечител, инвестиционния посредник или свързани с тях лица; ценни книжа или инвестиционни имоти, собственост на ПОД или свързано с него лице; ценни книжа или инвестиционни имоти, притежавани от ФДПО на дружеството.

Таблица 2. Инвестиционни ограничения според КСО

Инвестиционни инструменти	УПФ/ППФ		ДФФ	
	лимит, % от активите	допълнителни изисквания	лимит, % от активите	допълнителни изисквания
Ценни книжа, издадени от държави и техните централни банки	100%		100%	
Общински облигации	15%	5% в един емитент	100%	5% в един емитент
Корпоративни облигации (приети за търговия на РП)	25%		100%	
Корпоративни облигации (неприети за търговия на РП)	5%		10%	
Ипотечни облигации	30%	5% от една банка	100%	5% от една банка
Банкови депозити	25%	5% в една банка с определен от КФН кредитен рейтинг	100%	5% в една банка с определен от КФН кредитен рейтинг
Акции на дружества със специална инвестиционна цел	5%	7% от капитала на емитента	10%	7% от капитала на емитента
Акции и дялове на колективни инвестиционни схеми	15%	5% от активите на фонда в едно управляващо дружество	100%	10% от активите на фонда в едно управляващо дружество

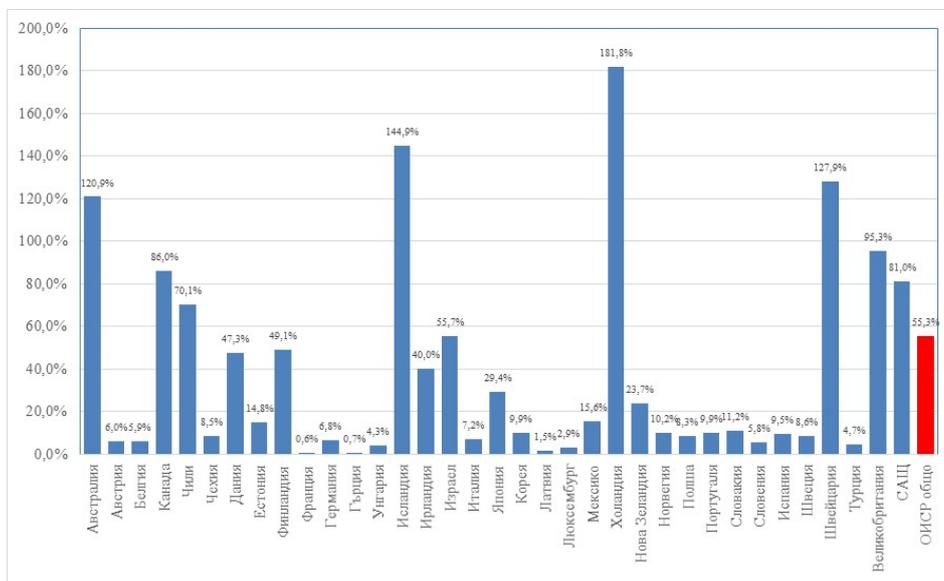
Инвестиционни инструменти	УПФ/ППФ		ДФФ	
	лимит, % от активите	допълнителни изисквания	лимит, % от активите	допълнителни изисквания
Акции и права (приети за търговия на РП)	20%	7% от капитала на емитента	100%	7% от капитала на емитента
Инвестиционни имоти	5%		10%	5% в един имот
Активи, деноминирани във валута, различна от BGN и EUR	20%		30%	
Репо сделки	5%		5%	
Хеджиращи инструменти	100%	само за намаляване на риска	100%	само за намаляване на риска

Пенсионноосигурителните дружества са задължени да постигат минимална доходност при управление на активите на допълнителните задължителни пенсионни фондове. Тази минимална номинална възвръщаемост се определя на база на средната, постигната от всички пенсионни компании за предходен 24 месечен период. В случай, че инвестиционното изпълнение на фонда е по-слабо от минималната номинална доходност, определена от регулаторния орган, пенсионноосигурителното дружество е задължено да допълни индивидуалните пенсионни сметки на своите бенефициенти до нейния размер за съответния период. Източникът на средства за това са резервите на пенсионните дружества, които трябва да варират между 1% и 3% от управляваните активи. Друг източник на средства могат да бъдат натрупаните резерви в рамките на съответния пенсионен фонд, когато действителната ефективност на фонда е превишила средната за съответния период с 40% или 300 bp - което от двете е по-голямо.

СЪСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИЕТО НА КАПИТАЛОВИТЕ ПЕНСИОННИ ФОНДОВЕ В БЪЛГАРИЯ

За периода от тяхното въвеждане до края на 2016 година частните пенсионни фондове в България бележат устойчив растеж, който се дължи най-вече на нарастването на универсалните пенсионни фондове. Този растеж може да бъде доказан с множество индикатори. Като дял от БВП нетните активи възлизат на 11,7% за 2016 г. в сравнение с 1,02% през 2001 г. По данни на Организацията за икономическо развитие и сътрудничество средното съотношение на инвестициите на

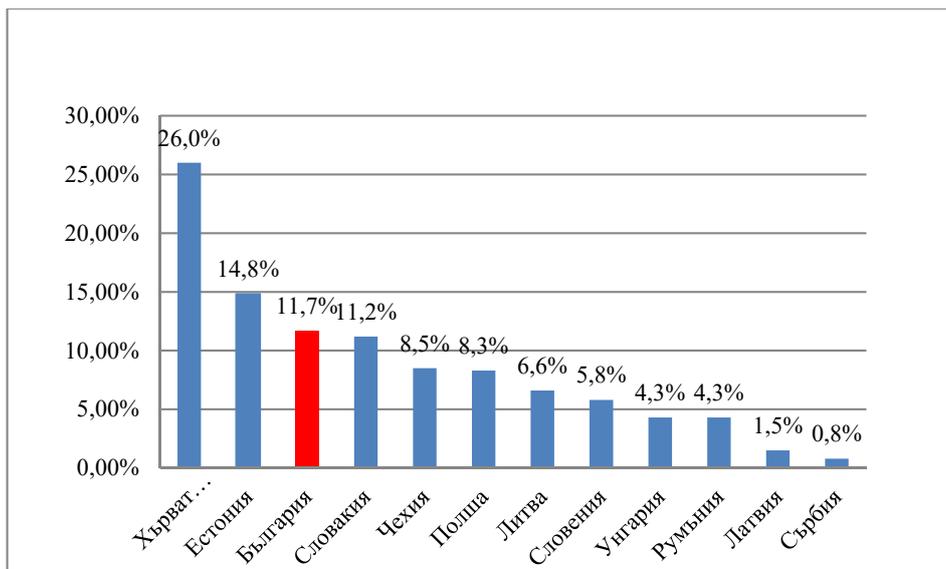
пенсионните фондове към БВП за страните от ОИСР е 55,3%, през 2016 г. и нараства с 5,9% в сравнение с предходната година (OECD, 2017). Инвестициите на пенсионните фондове в Холандия са най-висок дял, почти 2 пъти от БВП. Нетните активи на пенсионните фондове превишават БВП и в Исландия, Швейцария и Австралия (фиг. 1).



Фиг. 1. Инвестиции на пенсионните фондове в страните от ОИСР като дял от БВП

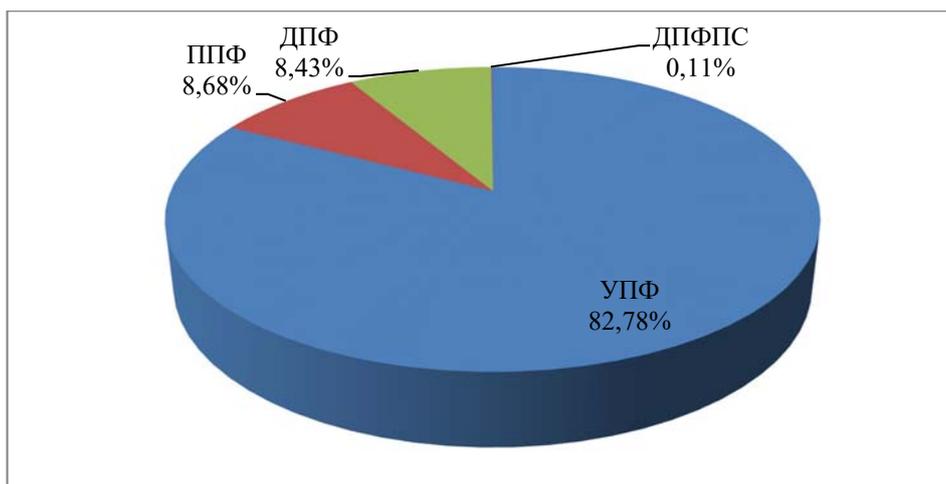
Източник: <https://www.cbd.int/financial/2017docs/oecd-pension2017.pdf>

За краткия период на съществуване - в сравнение с развитите страни - пенсионните фондове в България също бележат висок ръст на дела им в икономиката на страната, а в сравнение с останалите страни от ЦИЕ, които също въведоха капиталова пенсия, България е на трето място по дял на нетните активи от БВП след Хърватия и Естония (фиг. 2). Тези активи се управляват от девет пенсионноосигурителни дружества, които управляват общо 28 фонда за допълнително пенсионно осигуряване. Най-голяма част от тях представляват нетните активи на универсалните пенсионни фондове, които са близо 83% от общия размер на нетните активи на пенсионните фондове в България в края на 2016 година (фиг. 3).



Фиг. 2. Инвестиции на пенсионните фондове в страните с преходна икономика като дял от БВП

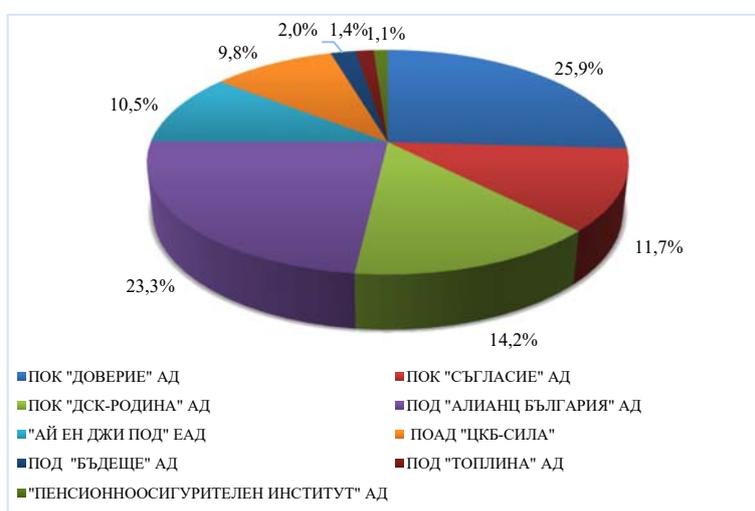
Източник: <https://www.cbd.int/financial/2017docs/oecd-pension2017.pdf>



Фиг. 3. Относително разпределение на нетните активи по видове фондове за допълнително пенсионно осигуряване към 31.12.2016 г.

Източник: Статистика на КФН

В края на 2016 година с доминиращи пазарни позиции са четири от пенсионноосигурителните дружества: ПОК „Доверие” АД, ПОД „Алианц - България” АД, ПОК „Съгласие” АД и ПОК „ДСК-Родина” АД. В тях е съсредоточена значителна част от осигурените лица и натрупаните нетни активи на частните пенсионни фондове (фиг. 4). Както се вижда от графиката, най-висок пазарен дял по размер на нетните активи има ПОК „Доверие“ – 25,9%, следвана от ПОД „Алианц - България” – 23,3%. Останалите дружества са с дял под 15%. Пенсионноосигурителният пазар в България през последните години може да се определи като сравнително конкурентен със средно ниво на концентрация според показателите за определяне на степента на пазарна концентрация: коефициент за концентрация (CR) и индекс на Херфиндал-Хиршман (ННІ)⁴. През 2016 г. индексът за концентрация на осигурителния пазар в България е 75,1%, а ННІ = 1766,3. Стойностите на показателите постепенно намаляват. В сравнение с 2009 г. CR се е понижил с 5,1%, а ННІ с 16,8%, но все още са далече от стойностите за нормален конкурентен пазар с ниска концентрация⁵.



Фиг. 4. Пазарен дял на пенсионноосигурителните дружества по размер на нетните активи на управляваните от тях пенсионни фондове към 31.12.2016 г.

Източник: Статистика на КФН

⁴ При изчисляване на степента на концентрация е използвана Методика за условията и реда за определяне, анализ и оценка на съответните пазари и критериите за определяне на предприятия със значително въздействие върху пазара, приета с ПМС № 40 от 28.02.2008 г., обн., ДВ, бр. 27 от 11.03.2008 г.

⁵ Според Методиката CR₄ трябва да е по-малък от 50%, а ННІ от 1000.

По отношение на структурата на инвестициите на пенсионните фондове за 2016 г. в България, и в някои от страните от Централна Европа – Чехия, Словакия, Унгария и в страните от Латинска Америка, инвестициите в дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата на пенсионните фондове, заемат дял от над 50% от активите на фондовете⁶. Така в това отношение пенсионните фондове в България следват общата тенденция за по-висок дял на дългови ценните книжа, издадени или гарантирани от държавата. Разпределението на активите в портфейлите на универсалните, професионалните и доброволните пенсионни фондове към 31.12.2016 г. в сравнение с края на 2006 г. може да бъде проследено в таблица 3. Сравнявайки данните за двете години могат да бъдат направени следните констатации:

✓ Делът на дълговите ценни книжа, издадени или гарантирани от членки на ЕС, други държави или централни банки, е доста по-голям в сравнение с 2006 г. За сметка на това пък е намалял делът на корпоративните, общинските и ипотечните облигации. Въпреки продължителния период на ниски лихвени проценти пенсионните фондове залагат на сигурност и инвестират консервативно в ДЦК.

✓ От друга страна, пенсионните фондове в България значително са ограничили дела на банкови депозити от над 20% през 2006 г. до 2-4%, тъй като доходността е близка до 0.

✓ В портфейлите на фондовете са включени нови видове инвестиционни инструменти – облигации, издадени с цел финансиране на инфраструктурни и инвестиционни проекти при ДПФ. Това стана възможно след промени в законодателството през 2009 г., тъй като дотогава подобни инвестиции не бяха разрешени.

Фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България се намират все още в своя „незрял“ стадий, когато предимно натрупват средства и почти не изплащат пенсии. В този период преки индикатори за постигнатите резултати са: динамиката на нетните активи, на броя на осигурените лица, размерът на натрупаните средства в индивидуалните партиди и постигнатата доходност (номинална и реална).

⁶ Вж. „Pension Funds in Figures“, May 2017, available at: www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets

Таблица 3. Структура на инвестиционните портфейли на пенсионните фондове към 31.12.2006 и към 31.12.2016 година

Инвестиции общо, в т.ч.	31.12.2006	31.12.2016	31.12.2006	31.12.2016	31.12.2006	31.12.2016
	УПФ		ППФ		ДПФ	
Дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от членки на ЕС, др. държави или центр. банки	32,26%	51,61%	33,11%	47,69%	21,58%	41,35%
Корпоративни облигации	16,79%	12,78%	14,94%	12,67%	19,71%	13,21%
от тях: издадени или гарант от банки с цел финансиране на инфраструктурни и инвестиционни проекти						0,33%
Ипотечни облигации	4,72%	0,07%	5,01%	0,07%	7,05%	0,05%
Общински облигации	0,38%	0,04%	0,58%	0,03%	0,32%	0,02%
Акции, права и дялове	23,54%	30,34%	24,17%	35,13%	24,88%	37,22%
Акции и права на АДСИЦ		0,92%		2,20%		2,20%
Акции и дялове на КИС		13,78%		13,58%		15,11%
Акции и права извън тези на АДСИЦ и КИС		15,64%		19,35%		19,91%
Банкови депозити	21,51%	3,00%	20,96%	2,12%	22,91%	3,69%
Инвестиционни имоти	0,80%	2,16%	1,23%	2,29%	3,55%	4,46%
Инвестиции общо	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Източник: Статистика на КФН

На база на представените данни в таблица 4 може да обобщим следното:

✓ Нетните активи на фондовете са нараснали 6 пъти за 10-годишния период. Най-голямо е нарастването при УПФ – 11,6 пъти. Те съставляват 82,8% от общия размер на нетните активи на ФДПО.

✓ Нарастването на активите, особено в универсалните фондове, се дължи на увеличаване броя на осигурените лица и на постъпленията от осигурителни вноски. Интересно ще е какво ще се случи в следващите няколко години с темпа на нарастване на активите на УПФ

след промените в КСО, които дадоха възможност за прехвърляне на партии в държавно обществено осигуряване.

✓ Най-голям е растежът на месечните постъпления от осигурителни вноски на едно лице при УПФ – 1,6 пъти, а средният размер на натрупаните средства на едно лице е най-висок при ППФ. Това е логично, тъй като размерът на осигурителната вноска в ППФ е по-висок.

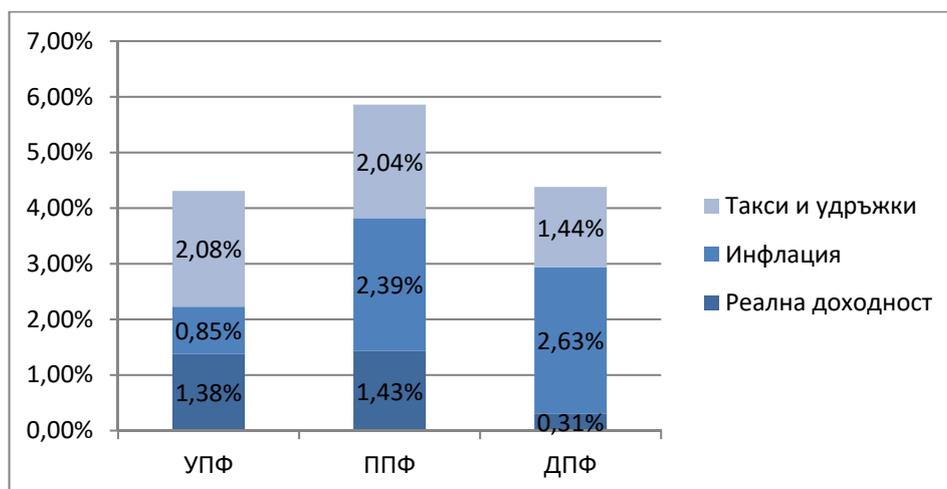
Таблица 4. Показатели за пенсионноосигурителния пазар в България към 31.12.2006 и към 31.12.2016 година

Показатели	УПФ		ППФ		ДПФ	
	31.12.2006	31.12.2016	31.12.2006	31.12.2016	31.12.2006	31.12.2016
Нетни активи, хил. лв.	707898	8 899 563	314 292	935 501	495222	910 410
Брой осигурени лица, бр.	2 442 701	3 576 387	192843	287888	565782	601144
Среден размер на месечните постъпления от осигурителни вноски на едно осигурено лице, лв.	18,59	48,31	54,41	88,19	48,82	69,72
Среден размер на натрупаните средства на едно осигурено лице, лв.	289,8	2 488,42	1629,78	3399,83	875,29	1514,46

Източник: Статистика на КФН

Постигнатата доходност от инвестиране на средствата на осигурените лица е един от най-значимите фактори, които ще окажат влияние върху размера на пенсионния доход от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване. На фиг. 5 може да се види, че фондовете са преодолели загубите от 2008 и 2011 г. и за периода 2002-2016 г. регистрират положителна доходност. Реалната възвръщаемост на инвестициите и в трите вида фондове превишава инфлацията за периода, но е доста ниска – в порядъка на 1,4% при УПФ и ППФ и 0,3% при ДПФ. Според редица автори средногодишната доходност трябва да превишава поне с 2% инфлацията. Това може да бъде постигнато чрез ефективен инвестиционен мениджмънт на пенсионните спестявания на осигурените в допълнителните пенсионни фондове. Роля за повишаване на ефективността имат не само пенсионните дружества, които управляват тези средства. Държавата също трябва да провежда политика в областта на капиталовото осигуряване, която да повиши неговата ефективност. Тази политика трябва да включва въвеждането като възможност за осигурените лица да избират в какъв тип инвестиционен портфейл да участват, т.е. мултифондова организация на допълнителното осигуряване. Освен това е необходимо прецизиране и усъвършенстване на инвестиционните

регулации, за да бъде увеличена прозрачността в управлението на фондовете, което ще допринесе за повишаване на общественото доверие в тяхната дейност.



Фиг. 5. Номинална и реална доходност на ФДПО в България за периода 2002-2016 г.

Източник: <http://betterfinance.eu/>

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ефективното управление на активите на пенсионните фондове за допълнително задължително и доброволно пенсионно осигуряване е един от ключовите фактори за развитие на капиталовия елемент в пенсионната система на страната и за достигане и запазване на финансовата ѝ устойчивост с цел да се гарантират по-високи доходи на бенефициентите в надтрудоспособна възраст. Това ефективно управление е отговорност не само на пенсионноосигурителните дружества, а и на държавата. Постигането на максимална ефективност е от изключителна важност и трябва да бъде изведено като основен принцип в дейността по капиталово пенсионно осигуряване. В случай че фондовете за допълнително пенсионно осигуряване не постигат задоволителни инвестиционни резултати, то те ще бъдат подложени на сериозен обществен натиск за реформиране и за пренасочване към публичната пенсионна система, както се случи в някои Централноевропейски страни.

ЛИТЕРАТУРА

1. Данева (2007), Социално осигуряване, НБУ, София.
2. Данева, И., Инвестиционна политика на пенсионните и здравноосигурителните фондове (теория и практика), С., ВУЗФ, 2010 г.
3. Данева, И. „Инвестиционни решения в осигуряването в кризисна и посткризисна среда“, NBU Conference Finance Collection of Reports, 2011.
4. Димитров, С., „Повишаване ефективността на осигуряването за капиталова пенсия: приложение в България“, Годишник на ВУЗФ, София, т. 10, 2014, ISSN 1312-7918.
5. Димитрова, П., Социално осигуряване, ЦДО, ВУАРР, АИ „Талант“, 2018, ISBN 978-619-203-213-5.
6. Кодекс за социално осигуряване, в сила от 21.05.2018 г., доп., бр. 53 от 26.06.2018 г.
7. МЕТОДИКА за условията и реда за определяне, анализ и оценка на съответните пазари и критериите за определяне на предприятия със значително въздействие върху пазара, приета с ПМС № 40 от 28.02.2008 г., обн., ДВ, бр. 27 от 11.03.2008 г.
8. Милев, Ж., „Регулиране и наблюдение на инвестиционния риск при пенсионните фондове“, сп. Икономически алтернативи, бр. 2, 2009, УНСС.
9. Милев, Ж., Рискове и възможности пред фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване в България, сп. Икономически алтернативи, бр. 2, 2014, УНСС.
10. Насоки за развитието на допълнителното пенсионно осигуряване, <https://www.dnevnik.bg/file/975249.doc>
11. Христосков, Й. 2010. Реформите в социалното осигуряване (предизвикателства и решения), София, Изд. на ВУЗФ, стр. 419, ISBN 978-954-8590-11-2
12. Христосков Й., „Социално осигуряване (теория, организация, практики)“, С., ВУЗФ, 2008.
13. Antolin, P. and E. Whitehouse (2009). "Filling the Pension Gap: Coverage and Value of Voluntary Retirement Savings." OECD Social, Employment and Migration Working Papers.
14. Avrahampour, Y. (2007). "A Recent History of UK Pension Provision". Pension Funds & Their Advisors.
15. Banks, J., C. Emmerson, et al. (2005). "The Balance Between Defined Benefit, Defined Contribution, and State Provision." Journal of the European Economic Association 3(2/3): 466-476.

16. Blake, D. (2003). "Pension schemes and pension funds in the United Kingdom", Oxford University Press, USA.
17. Blake, D. (2003). "The UK pension system: Key issues." *Pensions: An International Journal* 8(4): 330-375.
18. Blake, D., Bruce N. Lehmann, et al. (1999). "Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance." *The Journal of Business* 72(4): 429-461.
19. Bodie, Z., A. J. Marcus, et al. (1988). "Defined benefit versus defined contribution pension plans: What are the real trade-offs? ", University of Chicago Press.
20. Bonoli, G. (2003). "Two Worlds of Pension Reform in Western Europe." *Comparative Politics* 35(4): 399-416.
21. Börsch-Supan, A. (2005). "From Traditional DB to Notional DC Systems: The Pension Reform Process in Sweden, Italy, and Germany." *Journal of the European Economic Association* 3(2/3): 458-465.
22. Brady, P. J. (2012). "Can 401(k) Plans Provide Adequate Retirement Resources?" *Public finance review* 40(2): 177-206.
23. Brown, R. L. and J. Liu (2001). "The Shift to Defined Contribution Pension Plans: Why Did It Not Happen in Canada?" *North American Actuarial Journal* 5(3): 65-77.
24. Cannon, E. S. and I. Tonks (2009). "The Value and Risk of Defined Contribution Pension Schemes: International Evidence." *Bristol Economics Discussion Papers*.
25. Catalan, M. (2004). "Pension funds and corporate governance in developing countries: what do we know and what do we need to know?" *Journal of Pension Economics and Finance* 3(02): 197-232.
26. Chan-Lau, J. A. (2005). "Pension Funds and Emerging Markets." *Financial Markets, Institutions & Instruments* 14(3): 107-134.
27. Coggin, T. D., F. J. Fabozzi, et al. (1993). "The Investment Performance of U.S. Equity Pension Fund Managers: An Empirical Investigation." *The Journal of Finance* 48(3): 1039-1055.
28. Daneva, I. (2009) Regulation of pension fund investments in Bulgaria – developments and trends, E-Journal "Dialogue", 1.
29. Davis, E. (2001). *The Regulation of Funded Pensions - A Case Study of the United Kingdom*, Financial Services Authority.
30. Davis, E. (2002). "Ageing and financial stability." *Ageing, financial markets and monetary policy*: 191-227.
31. Davis, E. (2002). "Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector." *Economic Systems* 26(3): 203-229.

32. Davis, E. and Y. Hu (2004). "Is there a link between pension-fund assets and economic growth?-A cross-country study.". Public Policy Discussion Papers 04-23, Economics and Finance Section, School of Social Sciences, Brunel University. 275
33. Davis, E.Ph. (2002), Prudent Person Rule, Standard for the Investment of Pension Fund Assets, Russel Galer, p. 3
34. Dimitrov, St., "Capital Pension Funds: the Changing role in South and Eastern European countries", Economic Alternatives, Issue 4, 2014, ISSN 13-7462, UNWE Publishing Complex
35. Even, W. and D. Macpherson (2007). "Defined Contribution Plans and the Distribution of Pension Wealth." *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society* 46(3): 551-581.
36. Gillan, S. L. and L. T. Starks (2000). "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors." *Journal of Financial Economics* 57(2): 275-305.
37. Gregory, A. and I. Tonks (2004). "Performance of personal pension schemes in the UK."
38. Hagemann, R. P. and G. Nicoletti (1989). "Ageing Populations: Economic Effects and Implications for Public Finance " OECD Economics Department Working Papers(61).
39. Impavido, G. (1997). "Pension Reform and the Development of Pension Funds and Stock Markets in Eastern Europe." *MOCT-MOST: Economic Policy in Transitional Economies* 7(3):
40. Impavido, G. (2009) "Efficiency and performance of Bulgarian private pensions", IMF Working papers, 200801-135.
41. IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision, No.20 (2014)
42. Ippolito, R. A. (1995). "Toward Explaining the Growth of Defined Contribution Plans." *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society* 34(1): 1-20.
43. Ippolito, R. A. and J. A. Turner (1987). "Turnover, Fees and Pension Plan Performance." *Financial Analysts Journal* 43(6): 16-26.
44. Kotlikoff, L. (1999). "The World Bank's Approach and the Right Approach to Pension Reform."
45. Kruse, D. L. (1995). "Pension Substitution in the 1980s: Why the Shift toward Defined Contribution?" *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society* 34(2): 218-241.
46. Mayhew, L. (2001). "A Comparatative Analyses of the UK Pension System Including the Views of Ten Pension Experts." PEN-REF Project Deliverable D.

47. Munnell, A. H., M. Soto, et al. (2006). "Investment Returns: Defined Benefit vs. 401 (k) Plans." Center for Retirement Research(52).
48. Musalem, A. R. and R. Pasquini (2009). "Private Pension Systems: Cross-Country Investment Performance." Working Paper.
49. OECD (2017) „Annual survey of investment regulation of pension funds”, available at: <https://www.oecd.org/daf/fin/.../2017-Survey-Investment-Regulation-Pension-Funds.pdf>
50. OECD (2018), Private pension assets (indicator). doi: 10.1787/e694378a-en (Accessed on 22 June 2018)
51. Pension Markets in Focus (2017), available at: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2017.pdf>
52. Pension Funds in Figures, May 2017, available at: www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets
53. Poterba, J., J. Rauh, et al. (2007). "Defined contribution plans, defined benefit plans, and the accumulation of retirement wealth." *Journal of Public Economics* 91(10): 2062-2086.
54. Rangelova, L., Pozharevska, R. The origins and development of accounting as an information and control system in Bulgaria. 12th World Congress of Accounting Historians, Istanbul, July 20 – 24th, 2008, ISBN 978-975-01960-6-5.
55. Roldos, J. (2004). "Pension Reform, Investment Restrictions and Capital Markets." IMF Policy Discussion Papers.
56. Roldos, J. (2007). Pension reform and macroeconomic stability in Latin America, International Monetary Fund.
57. Romano, R. (1993). "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered." *Columbia Law Review* 93(4): 795-853.
58. Roseveare, D., W. Leibfritz, et al. (1996). "Ageing populations, pension systems and government budgets: Simulations for 20 OECD countries." OECD Economics Department Working Papers.
59. Ross, D. and L. Wills (2002). The Shift from Defined Benefit to Defined Contribution Pension Plans and the Provisioning of Retirement Savings, Pensions Institute Discussion Paper, PI-0210.
60. Samwick, A. A. and J. Skinner (2004). "How Will 401(k) Pension Plans Affect Retirement Income?" *The American Economic Review* 94(1): 329-343.
61. Schieber, S. and J. Shoven (1994). "The Consequences of Population Aging on Private Pension Fund Saving and Asset Markets." NBER Working Papers.

62. Schwarz, A. and A. Demirguc-Kunt (1999). Taking Stock of Pension Reforms Around the World, The World Bank.
63. Singh, A. (1996). "Pension reform, the stock market, capital formation and economic growth: A critical commentary on the World Bank's proposals." *International Social Security Review* 49(3): 21-43.
64. Tapia, W. and J. Yermo (2008), "Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, no. 27, OECD Publishing
65. Thomas, A. and I. Tonks (2001). "Equity performance of segregated pension funds in the UK." *Journal of Asset Management* 1(4)
66. Tonks, I. (2005). Performance Persistence of Pension-Fund Managers. *Journal of Business*, University of Chicago Press. 78: 1917-1942.
67. Turner, D., C. Giorno, et al. (1998). "The macroeconomic implications of ageing in a global context." OECD Economics Department Working Papers.
68. Vittas, D. (1996). Pension funds and capital markets. *Public Policy for the Private Sector*, The World Bank.
69. Wahal, S. (1996). "Pension Fund Activism and Firm Performance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(01): 1-23.
70. Walker, E. and F. Lefort (2002). "Pension reform and capital markets: are there any (hard) links?" *Social Protection Discussion Papers*.
71. Whiteford, P. and E. Whitehouse (2006). "Pension Challenges and Pension Reforms in OECD Countries." *Oxford Review of Economic Policy* 22(1): 78-94.
72. Whitehouse, E. (2000) "Administrative Charges for Funded Pensions: An International Comparison and Assessment", p. 26-44.
73. www.fsc.bg
74. www.noi.bg
75. www.assoc.pension.bg