

## РИСКОВЕ В ДЕЙНОСТТА НА ФОНДОВЕТЕ ЗА ДОПЪЛНИТЕЛНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ

[Гл. ас. Таня Илиева](#)

Катедра „Застраховане и социално дело”  
СА „Д. А. Ценов”

**Резюме:** Пенсионните фондове са основни субекти на финансовите пазари. Влияние върху дейността им оказват различни рискове. Те трябва да се познават добре, за да могат пенсионните фондове да изготвят стратегия за своята бъдеща дейност. В настоящата статия се разглеждат рисковете пред пенсионните фондове. Изясняват се също така и подходите за тяхното регулиране. Посочват се показателите, които пенсионните фондове трябва да съблюдават при определяне и оповестяване на постигнатите инвестиционни резултати.

**Ключови думи:** допълнително пенсионно осигуряване, пенсионни фондове, рискове, контрол, надзор, регулации.

**JEL:** G23, G38

## RISKS IN THE ACTIVITY OF SUPPLEMENTARY PENSION FUNDS

[Head Assist. Prof. Tanya Ilieva](#)

Department of Insurance and Social Security at  
D. Tsenov Academy of Economics

**Abstract:** Pension funds are major players in the financial markets. Various risks have impact on their activity. Decision-makers need to know well these risks in order to develop a strategy for the future activity of their pension funds. The present article discusses the risks pension funds face. It also clarifies approaches to their regulation and outlines the indicators that pension funds must follow in determining and disclosing the results of their investment activity.

**Key words:** supplementary pension insurance, pension funds, risks, control, supervision, regulations.

**Jel:** G23, G38

### Въведение

Допълнителното пенсионно осигуряване е важен компонент на многоколонния осигурителен модел в България. Изградено е на капиталопокривен принцип и е вид дългосрочно целево спестяване. Негова основна функция е да предложи устойчива социална сигурност в жизнения цикъл на човек. Тази своя функция то изпълнява, като предоставя допълнителна осигурителна защита срещу рисковете: инвалидност, старост, смърт и съдейства за увеличаване на пенсионните спестявания.

Размерът на плащанията от допълнителното пенсионно осигуряване към осигурените или правоимащите лица зависи от натрупаните средства по

Таня Илиева

индивидуалните партии на осигурените лица и доходите от тяхното инвестиране.

### **1. Рискове пред пенсионните фондове**

Пенсионните фондове са основни субекти на финансовите пазари. Влияние върху тяхната инвестиционна дейност оказват различни рискове. Според специалистите тези рискове могат да се групират в пет основни групи: пазарен, кредитен, ликвиден, оперативен, макроикономически.<sup>1</sup>

**Първият - пазарен риск** се свързва с възможността стойността на една инвестиция да намалее поради изменения на пазарната ѝ цена.

В зависимост от източниците на факторите, които биха повлияли върху очакваната стойност на една инвестиция, пазарният риск може да се раздели на следните видове:

*а/ Лихвен* риск. Свързва се с възможността промените в лихвените проценти да се отразят неблагоприятно върху стойността на финансовия инструмент или дохода.

*б/ Валутен* риск. Произтича от промяна на валутните курсове. Инвестициите в инструменти, деноминирани в чуждестранна валута, могат да бъдат неблагоприятно засегнати от поскъпване на чуждестранната валута спрямо местната.

**Вторият - ликвиден риск** възниква в ситуации, в които за дадена страна е наложително да продаде определен актив, но не може, тъй като никой на пазара не желае да закупи този актив.

**Третият - кредитен риск** описва вероятност, при която контрагентът не изпълнява съзнателно или е в невъзможност да изпълни поетия от него ангажимент по сключения договор.

**Четвъртият - оперативен риск** се изразява във възможността да се понесат директни или индиректни загуби в резултат на неадекватен вътрешен контрол, неправилни действия от страна на персонала.

**Петият - макроикономически риск** произтича от взаимовръзката и обусловеността между финансовата сфера и стопанското развитие. Тук се отнасят: липсата на чуждестранни инвестиции, намаляване на произвеждания БВП, повишаване на безработицата, спад в износа и др.

Считаме, че класификацията трябва да се допълни с още един вид риск, а именно - **политически риск**. Той се обуславя от политически събития (например конфликти, войни), които оказват влияние върху дейността на държавните институции или могат до доведат до промяна в стойността на даден финансов инструмент и в последствие това да се отрази върху работата на пенсионните фондове. Като индикатор за политически риск може да се използва кредитният рейтинг на съответната държава.

За да повишат нивото на защита и увеличат възвращаемостта на натрупаните активи (пенсионни спестявания), пенсионните фондове се проявяват **като първостепенни институционални инвеститори** на капиталовите пазари. При вземането на решения за осъществяване на инвестиционна дейност водещ е стремежът за минимизиране на риска и оптимизиране на възвращаемостта. На практика това се извършва чрез формиране на диверсифициран портфейл, което се свежда до създаване и поддържане на оптимална комбинация от инвестиционни носители с различни икономически характеристики. Стремежът е

<sup>1</sup> Вж. Годишен отчет за дейността на Комисията за финансов надзор през 2009 г., [http://www.fsc.bg/public/upload/files/menu/ANNUALREPORT2009last\\_2doc.pdf](http://www.fsc.bg/public/upload/files/menu/ANNUALREPORT2009last_2doc.pdf), с. 106.

Таня Илиева

да се минимизира риска, а капиталите на пенсионния фонд да се насочат към доходносни инвестиции.

Следователно важна роля в управлението на фондовете има анализирането и прогнозирането на рисковете и разработването на ефективна стратегия. За реализирането на такава стратегия е необходимо:<sup>2</sup>

**Първо**, да се направи анализ на макро-показателите, характеризиращи икономическите, финансовите и социално-демографските условия в страната. Тук се отнасят: темпове на икономически растеж, равнище на инфлация, очаквания на финансовите пазари, промяна в лихвения процент, прогнозите за бъдещите демографски изменения и др.

**Второ**, да се направи избор на инвестиционен портфейл, като се вземе под внимание вида на конкретната осигурителна схема, актюерските разчети, предвижданията за потока на вноските и плащанията, условията на осигурителните договори и др.

**Трето**, да се анализират ограниченията при изграждането на портфейла. Те могат да бъдат либерални и строги. В пенсионната практика влияние върху ограниченията при формирането на инвестиционния портфейл оказват изискванията за сигурност, ликвидност, доходност, платежоспособност и диверсификация. Въз основа на оценките за всяко отделно инвестиционно ограничение при конкретните икономически условия се взема решение за изграждането на конкретен тип инвестиционен портфейл.

Управляващият активите на пенсионния фонд трябва да е убеден, че алтернативния вариант на инвестиране е приложим за размерите и структурата на капитала на пенсионния фонд, че очакванията за надеждност, ликвидност и възвращаемост са приемливи за осигурените лица.

Изграждането на ефективен инвестиционен портфейл е един от основните проблеми на съвременния инвестиционен мениджмънт. Оптималното съчетаване на доходносни и безопасни финансови инструменти води до реализирането на поставената инвестиционна стратегия.

Най - общо този портфейл може да се определи, като съвкупност от инвестиции, носещи доход от капитал. Считаме, че **портфейлът е средство за управление на инвестиционния риск**.

Самият инвестиционен риск се разглежда, като “възможност реалната норма на възвръщаемост да се отклони от очакваната”.<sup>3</sup>

Принципите за формиране на инвестиционния портфейл, изложени от W. Sharp и H. Markowitz са следните:<sup>4</sup>

1. Успехът на инвестициите зависи от правилното разпределение по видове активи.
2. Величината на риска от инвестициите в определен вид ценни книжа се определя от вероятното по-голямо или по-малко отклонение на печалбата от очаквания размер.
3. Общата доходност и рискът на инвестиционния портфейл могат да се изменят по пътя на изравняване на неговата структура.
4. Всички оценки използвани при съставянето на инвестиционния портфейл носят вероятностен характер.

<sup>2</sup> Вж. по-подробно Павлов, Н. Социално осигуряване (организационно-управленски аспекти), Свищов, 1998, с. 331 и сл.

<sup>3</sup> Пътев, Пл., Канарян, Н. Управление на портфейла. В. Търново, 2008, с. 40.

<sup>4</sup> Цит. по Панайотов, Д., Габровски, Р., Дамянов, Ат. и др. Съвременен мениджмънт. Свищов, 1997, с. 193.

Таня Илиева

Гореизложените принципи са в основата на съвременната инвестиционна дейност, свързана с т. н. “теория на портфейла” (Portfolio Theory).

При формирането и управлението на портфейла влияние оказват следните фактори:<sup>5</sup>

- времевият хоризонт;
- ликвидността;
- пазарната способност;
- данъчното облагане;
- равнището на поносимост на риска;
- диверсификацията.

В теорията и практиката са познати два подхода за регулиране инвестиционните рискове на пенсионните фондове: индиректен и директен. При индиректния подход държавата регулира инвестиционния риск посредством регулирането на инвестициите или инвестиционните инструменти на пенсионните фондове. Този подход се прилага и в българското законодателство. При директния подход оторизирани органи следят изменението на специални рискови измерители – VaR, коефициент на Шарп и др. и в зависимост от тяхната промяна определят риска пред дадена пенсионна компания.<sup>6</sup>

С приетите нови „Изисквания към рекламните и писмените информационни материали на пенсионните фондове и пенсионноосигурителни дружества” в сила от 1.01. 2009 г. са регламентирани показателите, които ПОД трябва да съблюдават при определяне и оповестяване на постигнатите инвестиционни резултати.<sup>7</sup> Такива показатели са: постигната номинална доходност, стандартно отклонение и коефициент на Шарп. Публичното оповестяване на еднакви за всички пенсионноосигурителни дружества количествени показатели за измерване на инвестиционния риск е важно предвид въвеждането на мултифондовете при допълнителното пенсионно осигуряване.

Данните от фиг. 1 дават възможност да се проследи динамиката в номиналната доходност на универсалните пенсионни фондове за периода 2007-2011 г. Най-добри резултати по отношение на доходността се наблюдават през 2007 г. Средноаритметичната доходност за всички универсални пенсионни фондове през тази година е 17,2 %. Най-висока доходност е реализирана от „Лукойл Гарант – България – УПФ” – 24,9 %, а най-ниска от УПФ „ЦКБ-Сила” – 13,2 %. През следващите години се наблюдава спад в доходността на универсалните фондове, като най-голям този спад е през 2008 г. Тогава доходността на всички фондове е с отрицателни стойности. Средноаритметичната доходност е минус 21,1 %. Отрицателната доходност е резултат от световната финансова криза, която засяга различни сектори на икономиката, в т. ч. и сектора на допълнително пенсионно осигуряване. През 2009 и 2010 г. тенденцията на спад в доходността е преодоляна и универсалните пенсионни фондове отчитат положителна доходност при управление на своите активи.

През 2011 г. вследствие на рецесия в икономиката при някои УПФ отново се наблюдава отрицателна доходност. Средноаритметичната доходност е

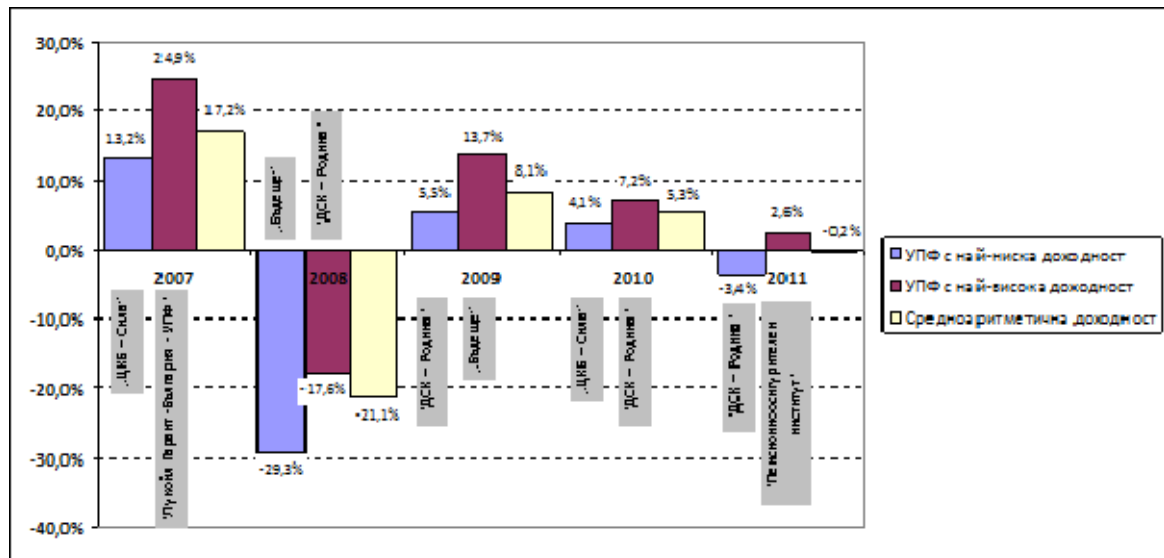
<sup>5</sup> Адамов, В. Пътев, Пл., Проданов, Ст. и др. Инвестиции. Свищов, 1995, с. 275.

<sup>6</sup> Милев, Ж. Регулиране и наблюдение на инвестиционния риск при пенсионните фондове.// Икономически алтернативи, № 2, 2009, с. 97.

<sup>7</sup> Кодекс за социално осигуряване, ДВ, бр. 110/17.12.2012 г. чл. 123 и ал. 2 и чл.180, ал. 2, т. 1 и т. 2.

Таня Илиева

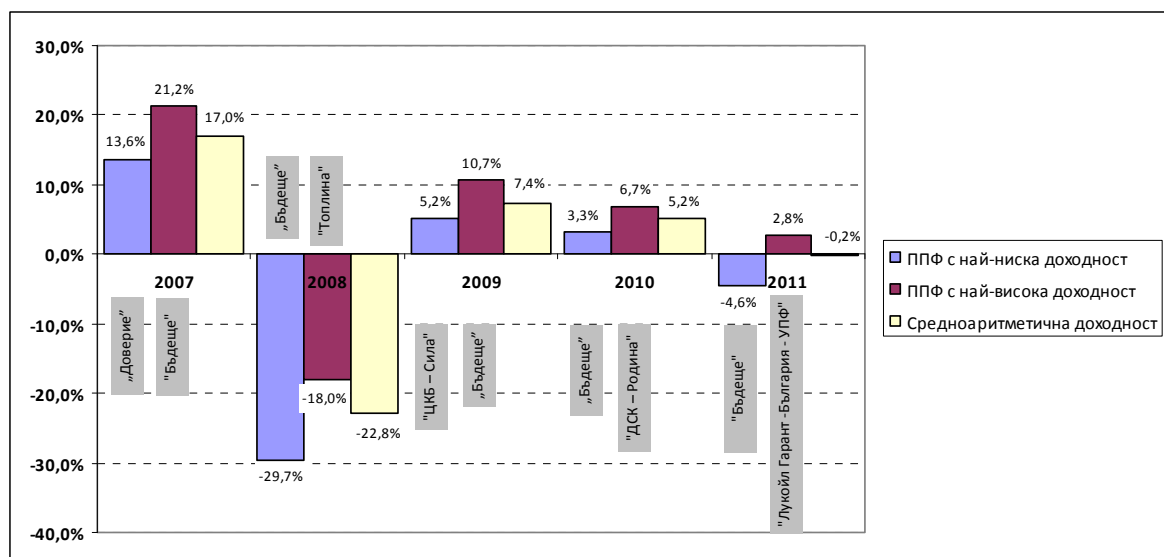
минус 0,2 %. Най-ниска доходност е постигната от УПФ „ДСК-Родина” – минус 3,4 %.



Фигура 1. Изменение на номиналната доходност на универсалните пенсионни фондове за периода 2007-2011 г.

Източник: Комисия за финансов надзор.

Фиг. 2 представя изменението в номиналната доходност на професионалните пенсионни фондове за 5-годишен период. Средноаритметичната стойност на доходността варира от плюс 17,0 % през 2007 г. до минус 22,8 % през критичната 2008 г. Цикличността в развитието на икономиката тук е особено показателно. Така например през 2007 г. „ППФ-Бъдеще” е фондът с най-висока доходност – 21,2 %, а през 2008 г. същият отчита най-голям спад в доходността – минус 29,7 %. През 2009 г. фондът се стабилизира и с реализираната доходност от 10,7 % заема водеща позиция на осигурителния пазар. През 2010 и 2011 г. „ППФ-Бъдеще” отново регистрира най-ниски стойности на доходността, съответно 3,3% и минус 4,6 %. Средноаритметичната доходност през последната 2011 г. също е с отрицателна стойност – минус 0,2 %.

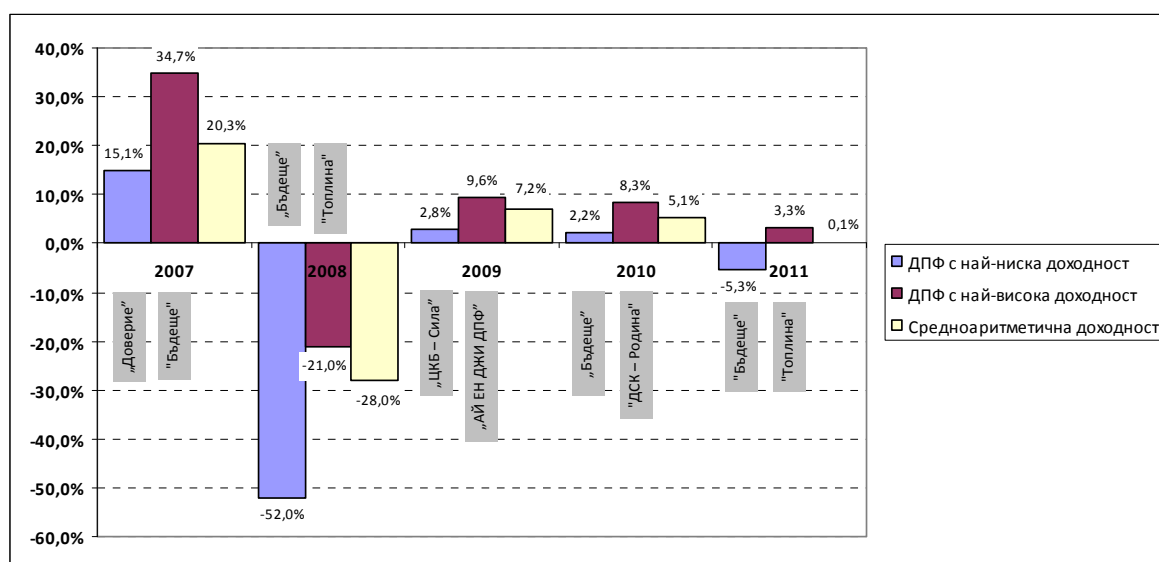


Таня Илиева

Фигура 2. Изменение на номиналната доходност на професионалните пенсионни фондове за периода 2007-2011 г.

Източник: Комисия за финансов надзор

Въз основа на информацията от фиг. 3 може да се анализира движението на номиналната доходност на доброволните пенсионни фондове от 2007 до 2011 г. Най-висока доходност е постигната през 2007 г. от „ДФФ-Бъдеще” – 34,7 %. Тенденцията на рязък спад в доходността, наблюдавана при универсалните и професионалните пенсионни фондове се проявява и при доброволните пенсионни фондове. Средноаритметичната доходност се променя от плюс 20,3 % през 2007 г. до минус 28,0 % през 2008 г. През 2008 г. „ДФФ-Бъдеще” реализира рекордно ниска доходност от минус 52,0 %. През следващите две години доброволните пенсионни фондове преодоляват спада в доходността. През 2009 г. най-добър резултат по отношение на разглеждания показател отчита „Ай Ен Джи ДПФ” – 9,6 %, а през 2010 г. ДПФ „ДСК-Родина” – 8,3 %. През 2011 г. с доходност от 3,3 % най-добра позиция заема ДПФ „Топлина”.



Фигура 3. Изменение на номиналната доходност на доброволните пенсионни фондове за периода 2007-2011 г.

Източник: Комисия за финансов надзор

От направения анализ можем да заключим, че функционирането на пенсионните фондове е тясно свързано с икономическото развитие. То оказва влияние върху реализираната доходност от частните пенсионни фондове. Това ще се отрази и върху капитализацията на натрупани средства в индивидуалните партии на осигурените в тях лица.

## 2. Надзор и регулации при допълнителното пенсионно осигуряване

Една от основните цели на Комисията за финансов надзор е поддържане на стабилност и прозрачност на небанковия финансов сектор и защита интересите на осигурените лица.<sup>8</sup> Тези цели Комисията постига чрез надзорните си и регулативни функции.

<sup>8</sup> <http://www.fsc.bg/Misiya-i-celi-bg-25>

Таня Илиева

Обикновено промените в нормативната уредба се обуславят от динамика във финансовата система и несъвършенствата на действащото законодателство. Приобщаването към европейския финансов пазар налага регулирането на дейността по допълнително пенсионно осигуряване да бъде съобразено с европейските норми и практики.

Ролята на държавата при допълнителното пенсионно осигуряване се свежда до създаването на необходимата среда за неговото функциониране и приемане на нормативна уредба, регламентираща провеждането му.

Намесата на държавата в сектора на допълнително пенсионно осигуряване зависи от фактори, като:

- състояние на публичната система за пенсионно осигуряване;
- приоритети и цели на провежданата от държавата социална политика;
- степен на развитие на осигурителния пазар.

Основните направления, в които се откроява ролята на държавата по отношение на допълнителното пенсионно осигуряване се свързват преди всичко с:

- данъчна политика и данъчно облагане на допълнителното пенсионно осигуряване;
- създаване на система за осъществяване на специализиран контрол и надзор върху допълнителното пенсионно осигуряване.

Международната практика показва, че законодателните решения по отношение данъчното облагане на допълнителното пенсионно осигуряване в различните страни са ориентирани към спазване на следните принципни положения:

- осигурителните вноски (в пълния им размер или в определени граници) са необлагаеми;
- доходите от инвестиране на натрупванията са освободени от данъчно облагане и по този начин се създават предпоставки за реализиране на по-висока доходност от носителите на допълнително пенсионно осигуряване и привличане на желаещи да си закупят допълнителна закрила при пенсиониране.

Осигурителният надзор се разглежда, като „съвкупност от дейности за специализиран контрол и регулиране процесите по създаването, функционирането, преобразуването, прекратяването, ликвидацията и развитието на съответните дружества и фондове за допълнително осигуряване”.<sup>9</sup>

Основен орган на осигурителния надзор е Комисията за финансов надзор. Тя осъществява надзора върху дейността на дружествата за допълнително социално осигуряване и управляваните от тях фондове съгласно Кодекса за социално осигуряване. Основните функции на Комисията са свързани с:<sup>10</sup>

- изготвянето и приемането на наредби и инструкции, предвидени в законите, издаване на указания и инструкции относно прилагането и тълкуването на кодексите и законите, както и на подзаконовите нормативни актове по тяхното прилагане във връзка с осъществяване на финансовия надзор;
- извършване проверка на документите, приложени към постъпилите заявления за издаване на разрешение или за изменение на вече издадено решение, с оглед на съответствието им с нормативните изисквания;

<sup>9</sup> Павлов, Н. Осигурителни схеми. В. Търново, 2011, с. 365.

<sup>10</sup> <http://www.fsc.bg/Regulaciya-bg-80>.

Таня Илиева

- установяване представянето на всички изискуеми документи и информация, и проверяване за спазване законовите ограничения към дадено лицензионно производство;

- дистанционен контрол и проверки на място върху дейността на лицензираните участници на пазара.

Основна цел на Комисията за финансов надзор е защита интересите на осигурените лица. Нейните ръководни принципи са независимост, обективност и добросъвестност.

Важно предизвикателство свързано с регулирането и надзора на допълнителното пенсионно осигуряване у нас е стартирането на мултифондове с различен рисков профил.

При въвеждането на мултифондовата система трябва да има добро взаимодействие между Комисията за финансов надзор, като надзорен орган и пенсионноосигурителните дружества. Това е необходимо, за да се постигне ефективно управление и контрол на инвестиционните портфейли в интерес на осигурените лица.

### **Заклучение**

Бъдещото развитие на допълнителното пенсионно осигуряване у нас е свързано с подобряване на макроикономическата среда, усъвършенстване на законодателството, „раздвижване” на капиталовия пазар чрез предоставяне на качествени инструменти за инвестиране и др. Регулирането и управлението на рисковете, засягащи инвестиционната дейност на пенсионните фондове е необходимо, за да се запази стабилността на осигурителната система, изградена на капитално-покритиен принцип.

### **Използвана литература**

1. **Адамов, В., Пътев, Пл., Проданов, Ст.** и др. Инвестиции. Свищов, 1995.
2. **Годишен отчет за дейността на Комисията за финансов надзор през 2009 г.,**  
[http://www.fsc.bg/public/upload/files/menu/ANNUALREPORT2009last\\_2doc.pdf](http://www.fsc.bg/public/upload/files/menu/ANNUALREPORT2009last_2doc.pdf).
3. **Данева, Ив.** Инвестиции на пенсионните фондове-проблеми и решения. // Библиотека „Стопански свят”, Свищов, № 99, 2009.
4. **Данева, Ив.** Социално осигуряване. София, 2007.
5. **Милев, Ж.** Регулиране и наблюдение на инвестиционния риск при пенсионните фондове. // Икономически алтернативи, № 2, 2009, с. 97-105.
6. **Павлов, Н.** Социално осигуряване (организационно-управленски аспекти), Свищов, 1998.
7. **Павлов, Н.** Осигурителни схеми. В. Търново, 2011.
8. **Панайотов, Д., Габровски, Р., Дамянов, Ат.,** и др. Съвременен мениджмънт. Свищов, 1997.
9. **Пътев, Пл., Канарян, Н.** Управление на портфейла. В. Търново, 2008.
10. [http://www.fsc.bg/public/upload/files/menu/Dohodnost\\_risk\\_info\\_.pdf](http://www.fsc.bg/public/upload/files/menu/Dohodnost_risk_info_.pdf)
11. <http://www.fsc.bg/Misiya-i-celi-bg-25>
12. <http://www.fsc.bg/Regulaciya-bg-80>
13. <http://www.fsc.bg>