

# ИНВЕСТИЦИОННИ РЕШЕНИЯ В ОСИГУРЯВАНЕТО В КРИЗИСНА И ПОСТКРИЗИСНА СРЕДА

## INVESTMENT DECISIONS of INSURANCE in CRISIS and POST-CRISIS ENVIRONMENT

Доц. д-р Иванка Данева – Нов български университет, София  
Associate Professor Ivanka Daneva – New Bulgarian University, Sofia

**Анотация:** В доклада се разглежда нарастващата значимост на пазарното управление на активите на осигурителните фондове. Прилаганите инвестиционни регулативни подходи се разглеждат като обективна необходимост и предпоставка за вземане на инвестиционно решение в контекста на макроикономическата среда. Посочени са някои нерешени проблеми на съществуващите инвестиционни регулации в допълнителното пенсионно и здравно осигуряване в България. Въз основа на анализ на статистически данни са очертани основни направления на изменения на инвестиционните решения при управлението на пенсионните и здравноосигурителните фондове в кризисна и посткризисна среда.

**Annotation:** This report presents the growing importance of market asset management of insurance funds. Implemented approaches for investment regulation are analyzed as impartial necessity and prerequisite for investment decision making in the context of macroeconomic environment. Pending problems of existing investment regulation in complementary pension and health insurance in Bulgaria are outlined. On the basis of statistic data analysis the main trends of investment decisions changing in pension and health insurance funds management in crisis and postcrisis environment are noted.

*Indexes of JEL classification: G23, G32*

*Key words: investments, investment decision, investment regulation, prudent person rules, insurance funds, pension funds, defined pensions, defined contributions, investment choice, multifunds.*

*Ключови думи: инвестиции, инвестиционно решение, инвестиционно регулиране, правила на благоразумния човек, осигурителни фондове, дефинирани пенсии, дефинирани вноски, инвестиционен избор, мултифондове.*

Значителна част от съвременните научни изследователи на осигурителния модел достигат до заключението за „взаимното проникване в осигурителния механизъм на либералния и социалния подход, на концепцията на либерализма и социалното реформиране, на приватизацията и социалната справедливост” в условията на пазарна икономика [Павлов, Н., 59] и подчертават, че една от главните му характеристики е покриването на социални рискове от публичната и частна осигурителни системи [Павлов, Н. и колектив, 2], а неговото ефективно реформиране предполага публично-частно партньорство [Христосков, Й., 3].

При прилагането на съвременния социално-пазарен осигурителен модел едновременно с публичния (обществения) функционира и капиталовопокривния сектор. Осигуряването на капиталовопокривен принцип е съвкупност от доброволни, а в определени случаи задължителни действия на работодателите и/или на осигурените и/или на други осигурители извън тяхното законово

регламентирано участие с вноски в системата на публичното социално осигуряване, насочени към гарантиране на допълнителен доход при настъпване на определени събития (осъществяване на покрити рискове) и изпълнение на предварително уточнени условия. За неговото характеризирание следва да се добавят още страни по провеждането, начин на финансиране и управление на средствата.

Основните предизвикателства пред Европейската пенсионна система са застаряването на населението, пенсионните реформи и влиянието на финансовите и икономически кризи [Европейска Комисия, Зелена книга, 2010]. Именно тези предизвикателства открито редица проблеми, един от които е значимостта на една от основните черти на капиталовопокривния сектор на осигуряването-пазарното управление на активите.

### **Нарастващата роля на пазарното управление на активите на осигурителните фондове**

Какъвто и да е модела на финансиране на капиталопокривните схеми ефективността от инвестирането на средствата на осигурителните фондове, които са институционални инвеститори, има ключово значение за финансовата им стабилност. Здравноосигурителните и пенсионните фондове инвестират получените премии респективно вноски, за да спечелят възвращаемост, която ще им позволи да плащат на държателите на полици (бенефициентите) и на осигурените лица/пенсионерите.

При пенсионно осигуряване на база дефинирани пенсии възвращаемостта от инвестирането на пенсионните активи предопределя степента на финансиране на поетите задължения, а самите участници във фонда не са носители пряко на инвестиционния риск.

Когато капиталовите компоненти на пенсионната система са на база дефинирани вноски(какви са те в нашата страна), инвестиционните резултати влияят непосредствено върху размера на средствата по индивидуалните осигурителни партии на участниците в пенсионните фондове, а натрупаните средства заедно с техническия лихвен процент и биометричните таблици(или срока на получаване) са елементите за определяне на размерът на допълнителната пожизнена пенсия и респективно за определяне размера на срочната пенсия. У нас и в други страни от Централна и Източна Европа участниците в доброволни пенсионни фондове понасят изцяло, а в задължителните пенсионни фондове в регулирана от законодателя степен инвестиционния риск и това е свързано с обстоятелството, че осигуряването в задължителни пенсионни фондове има заместващ характер, а доброволното пенсионно и доброволното здравно осигуряване имат допълващ характер.

Доходността от инвестиране на техническите резерви на здравноосигурителните дружества също е значима за дефиниране на възможностите за предоставяне и изплащане на здравноосигурителни услуги. Резултатите от инвестиционната дейност се отразяват непосредствено върху финансовите показатели от дейността на здравноосигурителното дружество, които са нормативно регламентирани – граница на платежоспособност и респективно – гаранционен и собствен капитал.

Пенсионните и здравноосигурителните фондове са дългосрочни инвеститори(което в по-голяма степен е относимо за пенсионните фондове), които са големи купувачи на финансовите пазари, допринасящи за финансова стабилност и икономически растеж, тъй като водят до увеличаване на

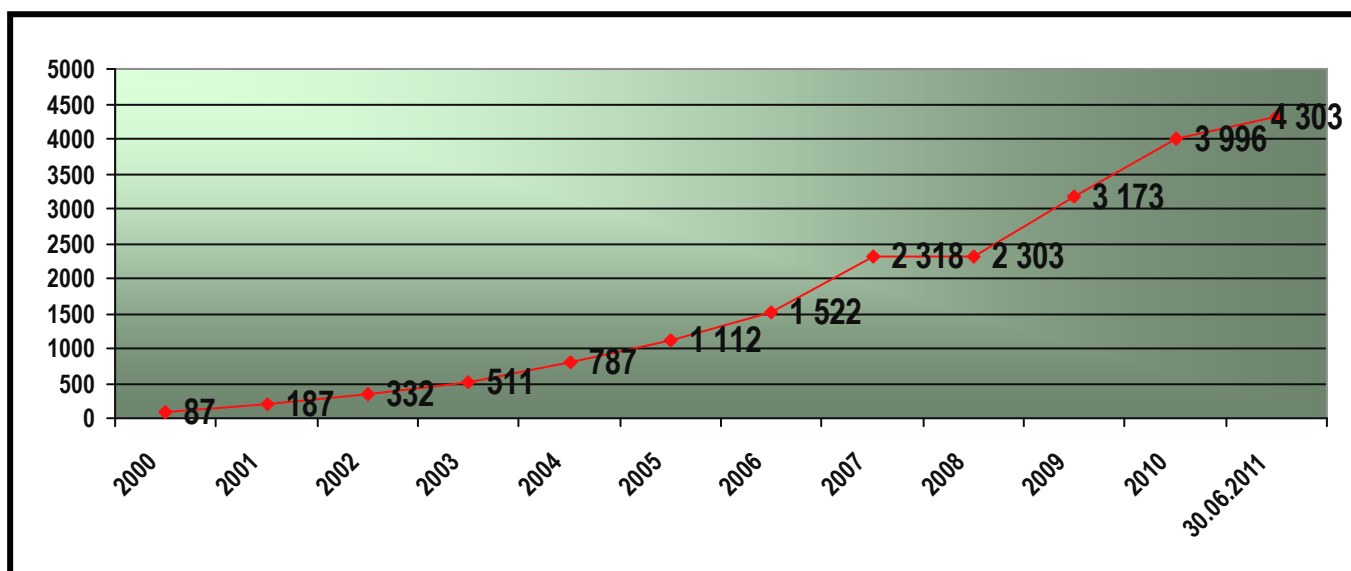
инвестициите в икономиката и личните спестявания, съдействат за развитието на капиталовия пазар и за подобряването на ефективността му.

В нашата страна допълнителното социално осигуряване(пенсионно и здравно) е един от акцентите в социалната реформа. Неговото динамично развитие свидетелства за нарастващата значимост на инвестирането на активите в този динамичен небанков финансов сектор за икономиката на страната, за участниците в него и за капиталовия пазар. Доказателство за това е проследяването на изменението на редица публично оповестявани статистически показатели.

Така например обхванатите в допълнителното пенсионно осигуряване лица са 3 889 336 души към 30.06.2011 год., което показва високата „покриваемост” на населението с пенсионноосигурителни услуги, която на свой ред очертава постоянно нарастване от началото на реформата. Динамиката на размера на пенсионните активи също е показателна (фиг.1).

Фиг.1

**Изменение на активите на допълнителните пенсионни фондове  
за периода 2000 год.-31.03.2011год. (в млн.лв)**



От графиката е видно, че активите в допълнителното пенсионно осигуряване се увеличават относително бързо в рамките на периода. Нарастването на пенсионните активи е вследствие от една страна на началната фаза на развитието на допълнителното пенсионно осигуряване, увеличаване обхвата на осигурените след 2001 год., растежа на вноските в универсалните и в доброволните пенсионни фондове, а от друга страна отразява възходящото развитие на вътрешния капиталов пазар и на международните капиталови пазари и постигането на сравнително висока доходност от инвестирането на пенсионните активи и др. През 2008 г. обаче активите намаляват и причината за това са преките негативни ефекти от глобалната финансова криза върху капиталовия пазар, което редуцира значително възвращаемостта за участниците до неприемливо ниски равнища(Таблица №1).

Таблица №1

**Номинална доходност на допълнителните пенсионни фондове в  
България за периода 2005-2010 г.\***

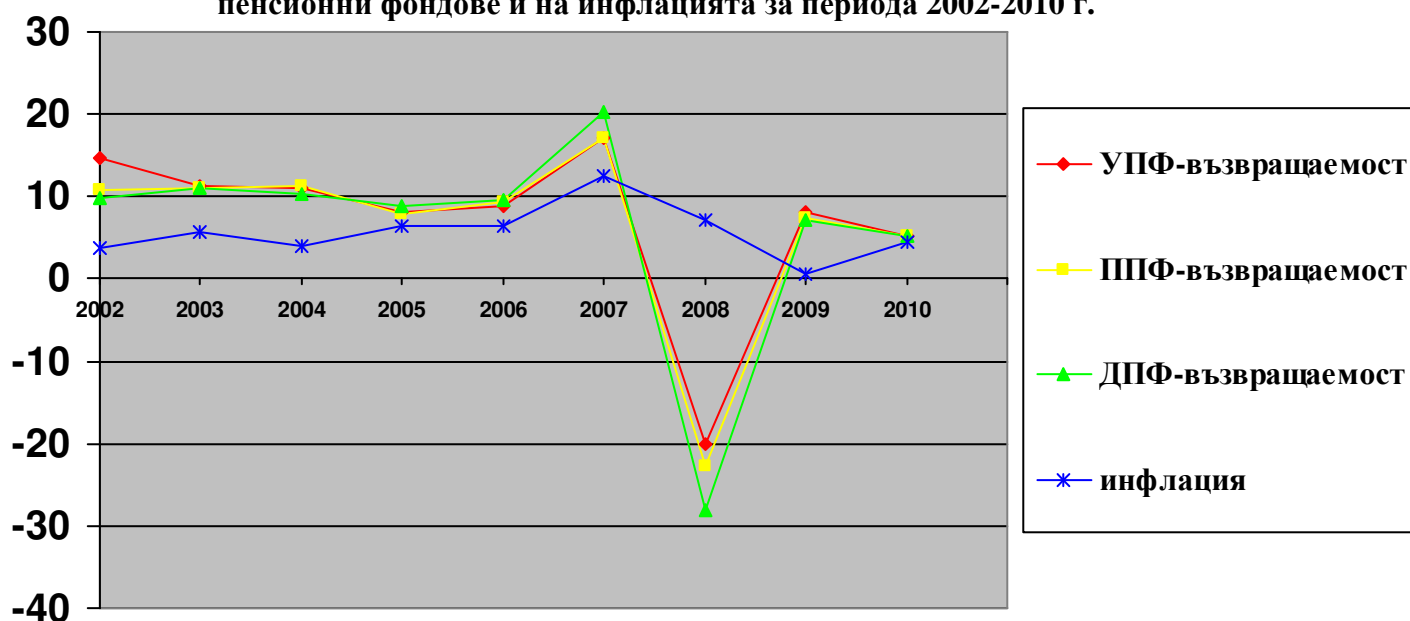
Наименование	Доходност за 2005 г.	Доходност за 2006 г.	Доходност за 2007 г.	Доходност за 2008 г.	Доходност за 2009 г.	Доходност за 2010 г.
<b>Универсални пенсионни фондове</b>						
Среднопотеглена доходност (немодифицирана):	7.59%	7.35%	15.38%	-20.15%	7.91%	4.99%
Средноаритметична доходност:	8.16%	8.78%	17.19%	-21.14%	8.09%	5.30%
<b>Професионални пенсионни фондове</b>						
Среднопотеглена доходност (немодифицирана):	8.33%	8.45%	15.57%	-23.13%	7.85%	5.16%
Средноаритметична доходност:	7.96%	9.33%	17.04%	-22.77%	7.39%	5.18%
<b>Доброволни пенсионни фондове</b>						
Среднопотеглена доходност (немодифицирана):	9.00%	6.83%	16.55%	-24.71%	7.60%	5.48%
Средноаритметична доходност:	8.60%	9.58%	20.27%	-28.01%	7.16%	5.13%

\*По данни на Комисията за финансов надзор ([www.fsc.bg](http://www.fsc.bg))

За осигурените лица обаче е от съществено значение не номиналната, а реалната доходност на средствата по индивидуалните им партии, тъй като тя изразява промяната на покупателната способност. За изменението на реалната доходност на пенсионните активи в капиталовата част на пенсионната система в България изводи могат да се направят от следващата графика.

Фиг.2

**Изменение на номиналната възвращаемост на допълнителните  
пенсионни фондове и на инфлацията за периода 2002-2010 г.**



Графиката показва привлекателна възвращаемост на пенсионните фондове до края на 2007 год., еднаквост в направлението на изменение и близост на

равнищата между различните видове пенсионни фондове. За периода 2002-2007г. и за 2009-2010 год. реалната възвращаемост е положителна величина

Поради консервативният характер на инвестиционните портфейли на пенсионните фондове възвращаемостта им бе значително по-слабо понижена през 2008 год. в сравнение с понижението на индексите на БФБ АД. Важен е фактът, че негативната доходност през 2008 год. се отнася за всички участници в пенсионните фондове, независимо от тяхната възраст и оставащ период до пенсионирането им. По този начин хората, за които настъпи осигурителния случай старост в доброволните пенсионни фондове, понесоха загуби, които се отразиха върху размера на средствата по индивидуалните им партии, а оттам и върху размера на пенсията, а тези в предпенсионна възраст може да не могат да възстановят изцяло номиналния размер на средствата си до момента на пенсионирането си (в зависимост от периода за който са внасяни вноски и оставащия период до настъпване на осигурителния случай старост). Възстановяването на българския капиталов пазар след 2008 год. е по-бавно в сравнение с темповете на възстановяване на капиталовите пазари от Централна и Югоизточна Европа, което е обусловено от ниската му ликвидност и слабият интерес от страна на чуждестранни инвеститори към него. Независимо от дълговата криза в Европа в дългосрочен план се очаква положителна тенденция в развитието на капиталовия пазар, който ще следва развитието на международните капиталови пазари.

Относителният дял на пенсионните активи в брутният вътрешен продукт за периода 2001-2010 год. нараства, но през последните години се запазва на ниво близо до 5%.

Макар и с по-бавни темпове нараства обемът на инвестициите и в доброволното здравно осигуряване. Пазарът на доброволни здравноосигурителни услуги отбелязва най-голямо понижаване през 2009 год. вследствие на вторичните ефекти от глобалната криза и главно поради забавянето на икономическата активност в страната.

Целта на допълнителното пенсионно осигуряване, капиталовият принцип на дефинирани вноски, динамиката на активите, обхвата на участниците в пенсионните фондове и здравноосигурителните дружества, обуславят важността на инвестиционните решения. Осигуряването на финансова стабилност и възвращаемост на инвестиционните портфейли се осъществява при съобразяване на инвестиционните решения с редица фактори:

- характерните особености на осигурителните фондове(дружества) в качеството им на институционални инвеститори;
- начина на финансиране на програмите и особеностите на тяхната регулация;
- промените в макроикономическата среда, степента на развитие на капиталовия пазар, степента на развитие на пазара на частни здравни и пенсионни услуги;
- информираността и познанията на населението;
- резултатите от анализа на отделните портфейли; следваната от мениджърите инвестиционна стратегия и др.;

Измежду тези фактори от особено значение са инвестиционните регулации, тъй като осигурителните фондове са институционални инвеститори, предоставящи услуги, които са в обхвата на силно регулираните небанкови финансови услуги. Възможностите за отразяване на останалите по-горе посочени фактори се проявяват в рамките на прилаганите регулативни подходи и конкретни инвестиционни ограничения.

## **Инвестиционното регулиране на осигурителните фондове - обективна необходимост и важна изходна предпоставка за инвестиционни решения**

Основната цел на регулирането на инвестициите на осигурителните фондове е защитата на интересите на участниците в тях, което означава сигурност и такава инвестиционна възвращаемост на средствата, които гарантират изпълняването на поетите обещания или на тяхното минимално равнище. Постигането на тази основна цел означава съответствие между пенсии/здравни услуги и очакванията на осигурените лица и/или на договорените обещания и предполага адекватно на задълженията инвестиционно портфолио и насочване на инвестициите чрез регулации според основната цел и подцелите на даден етап от развитието на осигурителната реформа или казано по-кратко инвестиционните портфейли трябва да отразяват не само инвестициите като такива, но и задълженията, които тези инвестиции се очаква да покрият, т.е. да се прилага подход, интегриращ в себе си институционалните и функционални характеристики на съответните осигурителни фондове [OECD, Selected Principals, 2].

*В областта на инвестициите съществуват два алтернативни регулативни подхода: “правила за благоразумно инвестиране”, съчетаващи диверсификацията на портфейла и обвързването на активите със задълженията, и “количествено регулиране на портфейлите”, ограничаващо вложенията в някои видове инвестиции в рамките на портфейла. И двата принципа са насочени към осигуряване на адекватна диверсификация и ликвидност на портфолиото от активи, но по радикално различни начини [вж. по-подробно, Данева, И., 89-114]. Анализът на практиката показва, че принципите на инвестиране не се изменят в зависимост от това дали икономиката на дадена страна е в икономическа и финансова криза или в етап на посткризисно възстановяване. Всеки един от тях обаче дава различна свобода при конкретните инвестиционни решения и възможност за реагиране в условия на криза.*

*Правилата за благоразумно инвестиране са качествени по природа, те са основни направления, в чиито рамки трябва да се провежда инвестиционната политика, тежестта е върху изискването за диверсификация, вътрешния контрол, засилен надзор от страна на регулатора и по-детайлно разкриване на информация за инвестициите. Правилата за разумно инвестиране улесняват избора на финансови активи и позволяват провеждане на инвестиционна политика, следваща промените в икономическата и демографска среда в т.ч. в задълженията и в капиталовия пазар. Следователно в условия на криза при този подход се дава възможност за по-голяма гъвкавост на инвестиционните решения.*

*Логиката на количественото ограничение е, че разумността се равнява на сигурност, а сигурността на активите се измерва инструмент спрямо инструмент според определен стандарт. Прилаганите количествени инвестиционни рестрикции могат да се класифицират в няколко категории: изчерпателен списък с одобрени класове от финансови активи, в които могат да бъдат вложени средствата на фондовете и за които се смята, че имат приемливо ниво на риск от неплащане и ликвидност; максимална граница на частта от общите активи или инвестиции, които могат да бъдат вложени в даден клас инвестиция или инвестиции в една компания или в свързана компания; изисквания за валутно съответствие т.е. минимален процент от активите, които могат да се инвестират във валутата, в която ще се заплащат задълженията;*

регулации, свързани с използването на финансовите деривативи при управление на активите; рестрикции за инвестиции в чужбина.

Целта на тези количествени ограничения е да се гарантира диверсификация на портфолиото, каквато счита регулатора за адекватна и разумна, но се ограничават възможностите за инвестиционни решения извън предопределените с регулацията.

Прилагането на количествени ограничения очертава проблеми пред мениджмънта както в период на криза, така и в посткризисен период. Така например при налагаща се корекция на инвестиционния портфейл, ограниченията могат да затруднят диверсификацията или да затруднят подходящите имунизации на портфейла или прилагането на други управленски техники при разпределението на активите с оглед съвпадане на матуритета на активите с продължителността на пасивите. Количествените рестрикции ограничават тактичeskото разпределение на активите и са принуда да се провеждат стратегии, целящи приоритетно спазването на законовите ограничения и след това постигане на добра възвръщаемост, намаляване на риска и постигане на други цели като например в случаите, когато структурата на портфейлите следва да отразява обстоятелството, че участниците принадлежащи към различни поколения биха избрали микс от активи с отличаващ се рисков профил. Тъй като обикновено за изменение на количествените рестрикции е необходима законодателна промяна, това обективно означава, че не са гъвкави и не могат да се изменят бързо в отговор на измененията на макроикономическите условия и структурните промени на капиталовите пазари (например при намаляване доходността на издадени и гарантирани от държавата ценни книжа за сметка на развитието на пазарите за корпоративни облигации).

При стриктно налагане на количествените граници управляващите инвестиционните портфейли следва да държат рискови активи под разрешената пропорция в условия на криза, с цел избягване на нарушаването им в случай на нарастване цените на активите и избягване на продажба на активите при "повишаващ" се пазар, което очевидно не е разумно пазарно поведение.

Основните подходи на инвестиционно регулиране при пенсионните и здравноосигурителните фондове рядко се прилагат, обикновено се прилага комбинация от тях, като акцентът се поставя върху правилата за благоразумно инвестиране, съпроводжани от някои количествени ограничения. В някои страни се възприемат количествените ограничения като се въвеждат законови изисквания, близки до разумното инвестиране, с оглед максимизиране на сигурността и възвращаемостта. Такива смесени системи могат да се намерят в законодателствата на страни от Европейския съюз. Общоприета практика е Либерализацията на рестрикциите или преминаването към правилата за разумно инвестиране да се осъществява след като се натрупа опит и се развият вътрешния контрол и саморегулативните механизми на частноуправляваните осигурителни фондовея.

### **Инвестиционните регулации в допълнителното социално осигуряване у нас**

В сферата на допълнителното социално осигуряване в нашата страна се прилагат количествени ограничения по класове инвестиционни инструменти, допълнени с принципи, свързани с благоразумността.

#### ***Инвестиционни регулации в допълнителното пенсионно осигуряване***

От началото на реформата в социалното осигуряване в нормативната уредба у нас доминира принципът на количествените ограничения с начална

практическа стъпка към прилагане на принципа за благоразумно инвестиране, която се ограничава до общия принцип за управление на средствата с грижата на добър търговец. Като проявление на принципа за благоразумно инвестиране е и законовото изискване при инвестирането да се прилагат принципите: надеждност; ликвидност; доходност; диверсификация.

*Действащите инвестиционни правила за пенсионните фондове въвеждат:*

- ограничения за класовете активи, в които могат да се инвестират средствата на фондовете;
- количествени лимити относно дялът от активите, които могат да се инвестират в даден вид инструмент;
- ограничения с цел избягване на риска;
- изисквания за валутно съответствие;
- забрани за инвестиране.

Номенклатурата от разрешени за инвестиране на активите финансови инструменти формира общия състав на портфейлите на фондовете и се счита, че спазването им е предпоставка за приемливо равнище на риск и ликвидност. Разрешените класове инвестиционни инструменти включват облигации-издадени или емитирани от държавата, корпоративни, общински, ипотечни, акции, права и дялове, банкови депозити, инвестиционни имоти. След 2009 г. се даде възможност на пенсионните фондове да участват във финансирането на инфраструктурни и инвестиционни проекти индиректно, като закупуват облигационни инструменти, издадени от банка с над 50% държавно участие, средствата от емитирането на които са предназначени за финансирането на тези обекти. Включени са сделки с други видове деривати на ценни книжа – фючърси, форуърди и суапове, ако се използват за намаляване на инвестиционния риск. За да не се допуска непазарно формиране на цените по сделките са забранени кръстосани сделки и сделки, които съгласно правилата за търговия на съответния регулиран пазар на ценни книжа подлежат единствено на регистриране на този пазар (т.нар. блокови сделки). Ограничени са и репо-сделките. Въведе се изискване за квалифицираност на дългови ценни книжа и изискване за банкови депозити само в банки с определено равнище на кредитен рейтинг. Тези правила регулират рисковия профил на портфейла.

Предвид присъединяването на нашата страна към Европейския съюз и в контекста на свободното движение на капитали, инвестирането извън страната е насочено предимно към чуждестранни ценни книжа, емитирани от страните-членки на ЕС и Европейското икономическо пространство. Това е принципно нов подход, а именно портфейлна структура от гл.т. на инвестиционния инструмент, а не от гл. т. на разделението инвестиции в страната/инвестиции в чужбина.

В условия на съществуващ набор от финансови класове активи, одобрени от регулиращия орган, възможните инвестиции са ограничени до този списък. Следователно само в рамките на кръга разрешени инвестиционни инструменти за пенсионноосигурителното дружество има смисъл провеждане на пазарно изследване с оглед установяване на очакваната възвращаемост за периода на държане на активите.

Разрешените съотношения, в които могат да се влагат средствата в разрешените финансови инструменти, предопределят в значителна степен структурата на портфейлите на пенсионните фондове. Те са дефинирани като горни граници и са в полза на ценните книжа с фиксиран доход. Тук е мястото да се подчертае, че в съответствие с Директива 2003/41ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 3 юни 2003 год. относно дейностите и надзора на



институциите за професионално пенсионно осигуряване отпаднаха задължителните минимални относителни дялове от активите на допълнителните пенсионни фондове, инвестирани в държавни ценни книжа и по-ясно се откритоиха законовите изисквания между задължителни и доброволни пенсионни фондове, в посока либерализация на рестрикциите при доброволните фондове. По този начин е дадена по-голяма възможност на пенсионноосигурителните дружества самостоятелно да определят инвестиционната политика, разпределението на активите и ограниченията при инвестиране активите на доброволните пенсионни фонд.

Инвестиционните рестрикции при пенсионните фондове се прилагат по-строго към разпределението на активите между класовете инструменти, но засягат също селекцията на ценни книжа и от гл. т. на концентрацията на риск в портфейла. Забраните за инвестиране включват общоприети норми за избягване на конфликт на интереси или концентрация на риск.

*Диверсификацията на портфейлите от пенсионни активи се затруднява от нерешени въпроси, необходимостта от решаването на които се открие по време на финансовата криза.*

➤ Възможностите за диверсификация на портфейлите би била по-голяма ако не съществуват забраните за влягане на средства в неликвидни на фондовата борса ценни книжа, непосредствено в инфраструктурни проекти и в други алтернативни инвестиции. В разрешените финансови инструменти не са включени инвестиционни инструменти – предмет на първичното предлагане (публично или частно) и алтернативни инвестиции като фондове за дялови инвестиции (Private equity) и фондове с алтернативни стратегии (Hedge funds), което ограничава гъвкавостта при управлението и ефективността на портфейла.

➤ Ниска е горната граница за вложения в акциите на дружествата със специална инвестиционна цел, които секюритизират недвижими имоти. С постепенното балансиране на пазара на недвижимости и с развитието на капиталовия пазар в страната активите на пенсионните фондове вероятно ще се насочват все повече към финансови инструменти, представляващи по своята същност косвена инвестиция в недвижимо имущество, вместо да продължават да бъдат пряко инвестирани в инвестиционни имоти, при които чести проблеми могат да бъдат оценката и осчетоводяването, ликвидността, разходи за поддръжане, невъзможност да бъдат обект на ефективно попечителство.

➤ Не е решен проблема за формиране и предлагане на инвестиционни портфейли с различен рисков профил, при които всеки участник във фонда ще може да избира портфейл, съдържащ инструменти с фиксиран и променлив доход в пропорция, съответстваща на неговите лични предпочитания за риск и доходност. Свързването на инвестиционната политика с жизнения цикъл на човека предполага пенсионно осигуряване в портфейли с различен рисков профил и прилагането на тази практика е доказала положителните си резултати в редица страни [Артур, Г. 1-10].

➤ Реформиращата се осигурителна система в нашата страна е изправена пред такова предизвикателство като пазарната несигурност. Поради това при изготвянето на инвестиционната политика на пенсионните фондове акцентът не бива да се поставя само и единствено върху възможната оптимизация при разпределението на активите, а трябва да се отчита и това, че вземането на решения в тази област следва да се основава все повече на подходящите практики за управление на риска.

### ***Инвестиционни регулации в доброволното здравно осигуряване***

Нормативната уредба, отнасяща се до инвестирането на собствения капитал на здравноосигурителните дружества е твърде ограничена. Инвестиционният режим за вложения на собствените средства на здравноосигурителното дружество се изчерпва с инвестиции в дялове и акции на други търговски дружества и избягване на концентрацията на риск. Може да се каже, че се прилага правилото за благоразумно инвестиране, допълнено с няколко правила с оглед избягване на инвестиционен риск.

Здравноосигурителното дружество трябва да поддържа здравноосигурителни резерви в размер, съответстващ на задълженията по здравноосигурителните договори. Поради значимостта на тези резерви съществуват редица ограничения, предопределящи възможната инвестиционна структура на портфейла на здравноосигурителните резерви, и обуславящи границите, в които трябва да се движи неговия рисков профил.

*При регулирането на инвестициите на застрахователните резерви в здравноосигурителното дружество се прилага главно подхода на количествените ограничения, който се допълва с принципи, показващи благоразумност- сигурност, доходност, ликвидност.*

Възможните финансови инструменти за инвестиране на здравноосигурителните резерви са твърде ограничени нормативно: облигации-издадени и гарантирани от българската държава, общински, ипотечни, корпоративни, недвижими имоти; приети за търговия на фондова борса акции и облигации, издадени от търговски дружества; банкови депозити.

От прилаганите законови количествени рестрикции може да се направи извода за изключително консервативния и нискорисков характер на портфейла на здравноосигурителните резерви, а следователно и за неговата възможна умерена до ниска доходност. Инвестициите в ценни книжа с променлив доход са с възможност за малък относителен дял в портфейла. От една страна тези ограничения затрудняват в известна степен широката диверсификация на портфейла, а от друга страна те предопределят неговата консервативна структура, тъй като портфейла обхваща главно инструменти с фиксиран доход (облигации и депозити).

В нормативната уредба за инвестиране на здравноосигурителните резерви има доста нерешени проблеми, което налага обмисляне на изменение и допълнение на закона.

➤ Средствата на здравноосигурителните резерви не могат да се инвестират в дялове и акции на колективни инвестиционни схеми (договорни фондове и инвестиционни дружества); акции, издадени от акционерни дружества със специална инвестиционна цел; в непубличнотъргувани акции и корпоративни облигации; в инфраструктурни проекти (пряко или непряко); в хеджиращи инструменти.

➤ Вложенията трябва да бъдат главно в инвестиционни инструменти емитирани от български емитенти. Това е ограничение за инвестициите на здравноосигурителните резерви извън страната\*. При ограничената ликвидност и разнообразие от предлагани качествени ценни книжа на вътрешния капиталов

---

\* Дружеството може да инвестира здравноосигурителни резерви и собствени средства в чужбина само с разрешение на Комисията за финансов надзор при това четири години след получаване на лицензията.

➤ пазар разумността на тази рестрикция подлежи на преразглеждане в контекста на макроикономическата среда, развитието на пазара на доброволно здравно осигуряване и що се отнася до спазване на принципите за доходност и ликвидност в условия на глобализация на капиталовите пазари.

➤ Нормативен пропуск е липсата на изискване за валутно съответствие.

➤ Липсата на каквото и да е изискване за кредитен рейтинг както към банковите институции, така и към емитентите на облигации не е в унисон с изискванията за нискорисков профил на портфейла.

### **Инвестиционни решения в допълнителното социално осигуряване по време на криза и в посткризисния период**

Всяко инвестиционно решение е проекция на приетата и провеждана в рамките на инвестиционните регулации инвестиционна политика., която при осигурителните фондове е насочена към постигане на определена реална доходност при ниско или умерено равнище на риск.

Заклучения относно направленията, в които са вземани *инвестиционни решения в пенсионните фондове* в нашата страна преди, по време и след финансовата и икономическа криза през 2008 год. могат да се направят като се анализира разпределението на активите на равнище вид на пенсионния фонд в следните разрези:

➤ промените в обема и относителният дял на инвестициите в даден клас финансов инструмент;

➤ съотношението ценни книжа с фиксиран доход/ценни книжа с променлив доход в инвестиционните портфейли;

➤ пропорцията инвестиции в страната/инвестиции в чужбина и други.

Всички тези аспекти на анализ в крайна сметка обясняват изменението в разпределението на активите, което доказва дали се предприемат мерки за реструктуриране в условия на криза. На равнище конкретни пенсионни фондове анализът на инвестиционните решения следва да бъде значително разширен, като се включат техниките за анализ и оценка на риска с оглед предприемане на мерки за ефективно портфейлно реструктуриране.

Показателни за предприятиите от пенсионноосигурителните дружества конкретни мерки с оглед ограничаване влиянието на кризата на капиталовия пазар върху портфейлите на управляваните от тях пенсионни фондове са данните за промените в разпределението на активите. В периода 2006-2007 г. относителният дял на държавните ценни книжа в портфейлите на пенсионните фондове рязко се понижава в сравнение с предходните години. Така например средно за универсалните пенсионни фондове относителното им участие се понижава рязко от 78.7% през 2002 г. на 18,5% в края на 2007 г. От началото на 2008 год. обаче започва абсолютното и относително нарастване на тези вложения, като този процент достига 32.4% към края на 2008 год. През 2009 год., когато се наблюдава стабилизиране на капиталовите пазари и признаци за тяхното възстановяване инвестициите в този клас инструменти намалява рязко -с 12.7 пункта, в края на 2010 е 23.2%, а към полугодieto на 2011 г. от 2.7 пункта. Аналогични са тенденциите в относителното изменение на този клас финансови инструменти в обобщените портфейли на професионалните и на доброволните пенсионни фондове.

Причините за същественото “свиване” на участието на държавните ценни книжа в общия размер на пенсионните активи могат да се търсят в няколко

направления: промените в инвестиционните регулации; рязко намаляване на средната доходност на тези финансови инструменти; по-богатите възможности, които развитието на капиталовия пазар предлага в периода до започналата през 2008 г. криза, както и запазване на относително високото равнище на лихвените нива на банковите депозити. При рязкото низходящо развитие на капиталовите пазари от края на 2007 год. и 2008 год. се увеличават инвестициите в облигации в т.ч. и в държавни ценни книжа.

Данните сочат недвусмислено нарастване на относителния дял на дълговите инструменти в инвестиционните портфейли на пенсионните фондове. Най-ясно изразен е този растеж при доброволните пенсионни фондове, които в края на 2007 год. имат и най-голям относителен дял в акции, права и дялове в сравнение с универсалните и професионални фондове.

Относителният дял на инвестициите в акции, права и дялево силно варира между пенсионните фондове от един вид, управлявани от различни дружества. След възходящата тенденция на относителното им участие в портфейлите на допълнителните пенсионни фондове до 2007 г. тенденцията на значително намаление на вложенията в този инструмент е ясно очертана и постоянна през 2008 и към края на 2009 г. и 2010 г. , те завишават относителния си дял в сравнение с 2008 г. главно поради значителния растеж на вложенията в колективни инвестиционни схеми. Оттук обаче следва и повишаване рисковия профил на управляваните портфейли.

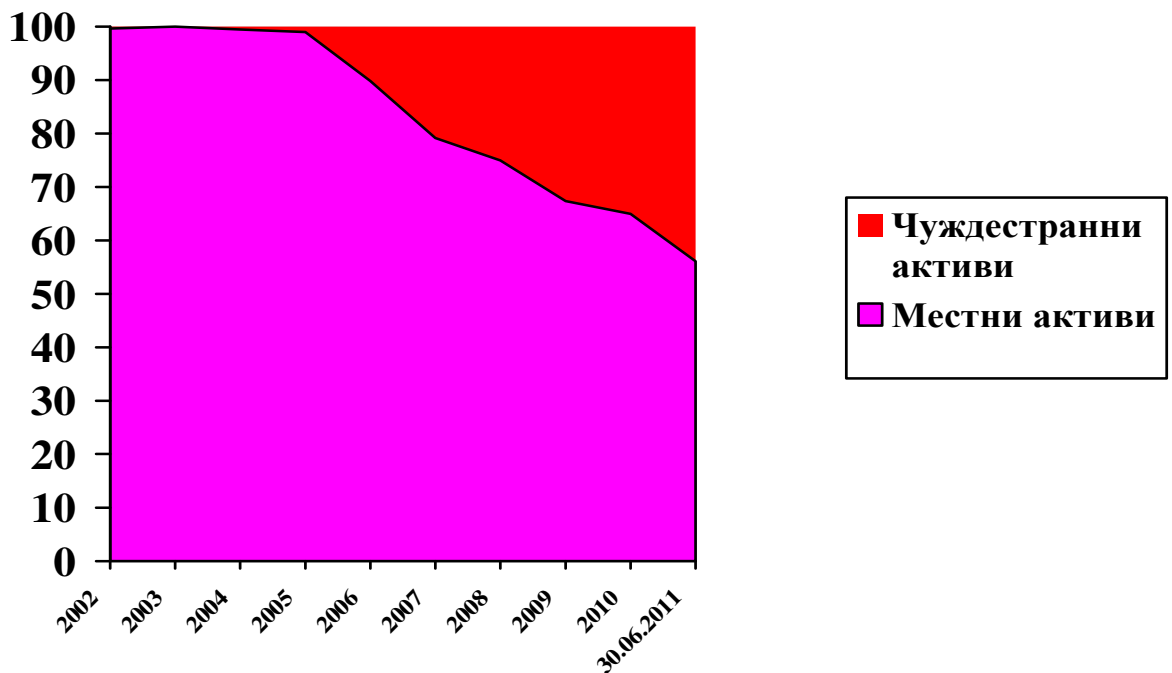
Банковите депозити стабилно нарастват през 2008 и 2009 год., но намаляват относителното си участие в портфейлите през 2010 год. и 2011 год. В рамките на портфейлите инструментите с фиксиран доход през 2008 г. са се увеличили, за сметка на ценните книжа с променлив доход.

Запазването на висок относителен дял на облигациите и банковите депозити в портфейлите на фондовете свидетелства за съхраняване на инвестициите в относително безрискови и нискорискови класове активи. И все пак ако пенсионните фондове са имали почти изцяло консервативна структура на портфейлите си в началото на реформата, то ясно изразена е тенденцията те да преминават постепенно към разпределение на активите, приближаващо се до балансиран портфейл, управляван все по-активно.

Аспект при анализа на разпределението на активите е пропорцията инвестиции в страната/инвестиции в чужбина. Инвестирането на активите на пенсионните фондове в чуждестранни ценни книжа стартира през 2003 г. - за доброволните фондове, през 2004 г. за универсалните и през 2005 г. - за професионалните фондове. Относителното им участие в средните за отделните видове пенсионни фондове портфейли е увеличен съществено. Така например за средния портфейл на доброволните пенсионни фондове те се изменят от 0.51% през 2004 г. на 10.1% към 31.12.2006 г. (главно поради законодателните промени) и 20.9% към края на 2007 г. Увеличаването на пенсионните активи и необходимостта да се използват преимуществата на международното инвестиране поради по-бързото възстановяване на международните пазари от вътрешния ни капиталов пазар доведе до увеличаване на инвестициите в чужбина до над 40% средно за портфейлите от пенсионни активи (Фиг.2). Средностатистическият портфейл на трите типа фондове за допълнително пенсионно осигуряване през 2011 год. съдържа значителни чуждестранни инвестиции, което дава възможност за по-пълно използване на предимствата от международното диверсифициране.

**Фиг.2**

**Динамика на пропорцията местни активи/чуждестранни активи за периода 2002-30.06.2011 г. средно за доброволните пенсионни фондове**



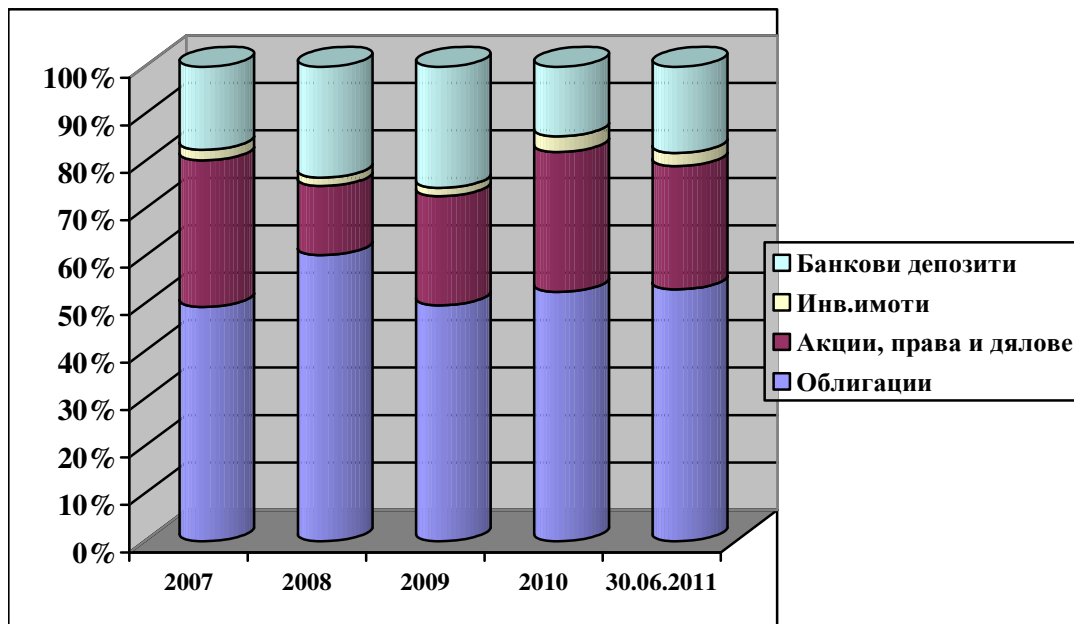
Често прилаган показател при анализа на разпределението на активите и дефиниране на типа инвестиционна стратегия е относителното участие на ценните книжа с фиксиран доход и на ценните книжа с променлив доход в общия размер на управляваните активи.

Като правило рисковия профил на здравноосигурителните и задължителните пенсионни фондове е по-консервативен в сравнение с доброволните пенсионни фондове, което се изразява с относително по-голямо участие на инвестициите в ценни книжа с фиксиран доход. Затова и облигациите в доброволните пенсионни фондове нарастват през кризисната 2008 г. по-бързо в сравнение с участието на тези финансови инструменти в задължителните пенсионни фондове и в доброволните здравноосигурителни фондове. През последните години обаче това може да се обоснове само с икономическата и финансова криза, все още високата доходност по депозитите и с липсата на инвестиционни алтернативи, които предлага капиталовият пазар в страната.

Общата тенденция на съотношението ценни книжа с фиксиран/променлив доход е в насока на увеличаване на инвестициите с променлив доход, като това е най-силно изразено при професионалните и доброволните пенсионни фондове. Увеличават се относително и вложенията в акции, права и дялове и в средностатистическия портфейл на универсалните пенсионни фондове(фиг.3).

Фиг.3

Структура на средния инвестиционен портфейл на универсалните пенсионни фондове за периода 2007-30.06.2011 год.



Общата тенденция за растеж на вложенията в инструменти с променлив доход е следствие както от възходящото развитие на пазара на акции до ноември 2007 г. и възстановяването на пазара през 2009 г., така и от обстоятелството, че фондовете за задължително пенсионно осигуряване нямат потребност от бързоликвидни средства, защото ще изплащат пенсии в бъдеще. Това в известна степен се отнася и за доброволните пенсионни фондове.

Инвестиционните имоти средно за отрасъла са под разрешените лимити, но това се дължи на факта, че не във всички пенсионни фондове фигурират вложения в този инвестиционен инструмент.

Общият извод е, че в периода на борсова криза пенсионноосигурителните дружества пренасочиха инвестиционната си политика към по-сигурни от гледна точка на риска инвестиционни инструменти, такива като облигации и депозити. Това обяснява и значителния относителен дял на вложенията в този клас активи през 2008 г. През 2009 г. възстановяването на икономиката и на капиталовия пазар доведе до съживяване на инвестирането в инструменти с променлив доход.

Проследяването на структурата на **инвестициите на здравноосигурителните дружества** може да се извърши въз основа на показателите:

- Абсолютно и относително изменение на вложенията в различни инвестиционни инструменти за здравноосигурителното дружество-общо и за здравноосигурителните резерви;
- Съотношение на отделните инвестиционни инструменти в портфейла на здравноосигурителните резерви.

Тенденциите в изменението на инвестициите на здравноосигурителните дружества са сходни с тези, посочени по-горе за допълнителните пенсионни фондове. В сравнение с пенсионните фондове здравноосигурителните дружества

поддържат по-ясно изразена консервативна структура на инвестициите, изразяваща се в това, че инвестициите в ценни книжа с фиксиран доход и банковите депозити заемат преобладаващата част от портфейла. През 2008 год. инвестициите в акции, търгувани на Българска фондова борса се ограничават абсолютно и относително.

От гледна точка на факта, че здравноосигурителните резерви се създават за да осигурят покритие на плащанията, съответстващи на ангажиментите, поети със здравноосигурителните договори, е важна структурата на инвестиционния им портфейл.

Данните сочат преобладаването на бързоликвидни инструменти с фиксирана доходност (държавни ценни книжа и банкови депозити) – от 63.24% през 2006 г. на 77.87%, 94.76% и 91.5% съответно през 2007, 2008 и 2009 год.\*

И тъй като обемът на здравноосигурителните резерви за периода нараства с над 2 пъти, то очевидно активите за покритие на здравноосигурителните резерви с относително нисък риск и висока ликвидност също нарастват значително. *Измененията в структурата „следват” инвестиционната логика за ограничаване инвестициите в ценни книжа с променлив доход, за което може да се направи извод от данните, независимо, че инвестициите в акции и облигации, търгуващи се на регулиран пазар са представени общо.* В рамките на законовите изисквания здравноосигурителните дружества следват по-консервативна политика в сравнение с възможната, ограничена от количествените рестрикции.

#### **Заклучение**

Пазарното управление на активите на осигурителните фондове при прилагането на съвременния социално-пазарен осигурителен модел е от ключово значение за постигане целите на допълнителното социално осигуряване.

Разпределението на инвестиционните портфейли на осигурителните фондове се осъществява в променяща се пазарна среда и отразява редица фактори, измежду които регулациите са от определящо значение. Основните регулативни подходи към инвестирането на осигурителните фондове не се прилагат в чист вид и дават различни възможности за адекватност на инвестиционните решения при промяна на макроикономическата среда поради настъпване на финансова и икономическа криза.

Инвестиционното регулиране на пенсионните фондове в нашата страна се основава на различни количествени рестрикции, допълнени с принципи, представляващи проявление на принципа за благоразумност. За разлика от инвестиционните правила в доброволното здравно осигуряване, нормативната база, касаеща инвестирането на пенсионните активи претърпя еволюционно развитие, което дава възможност за по-голяма гъвкавост на инвестиционните решения в кризисна и посткризисна среда и оттук за по-добра диверсификация.

Основните нерешени проблеми в инвестиционната регулация при допълнителното пенсионно осигуряване се свеждат до повече инвестиционни възможности и формиране на портфейли с различен рисков профил, съответстващ на жизнения цикъл на участниците във фонда. Преразглеждането на нормативната база по инвестиране на здравноосигурителните резерви – списък с разрешени инструменти, количествени рестрикции, би дало повече възможности за оптимизация на портфейлите.

Решенията за инвестиране в кризисна и посткризисна среда вземат предвид инвестиционните регулации, възможностите за инвестиране на

-----  
\*Данни за 2010 и 2011 год. не се посочват, тъй като не са публикувани.

вътрешния капиталов пазар и на външните пазари, резултатите от анализа на отделните портфейли.

Анализът на данните свидетелства за по-голяма динамика в изменението на структурата на инвестиционните портфейли, преминаване към по-консервативна политика на управление на пенсионните активи и на инвестициите на здравноосигурителните резерви по време на икономическа и финансова криза. Увеличаването на дела на корпоративните ценни книжа предполага активизиране на подхода при инвестиране на активите и постепенно преминаване от преобладаващо пасивно към преобладаващо активно управление на инвестиционните портфейли на пенсионните фондове. По този начин промяната на пазарната конюнктура се отразява съвременно при вземането на инвестиционни решения.

### **Използвани източници**

1. Артур, Г., Мултифондовете – уроците от практиката, Международна конференция „Мултифондовете-приложение и перспективи в пенсионните системи от страните от Централна и Източна Европа”, София, септември, 2009 г.
2. Данева, И., Инвестиции на пенсионните фондове-проблеми и решения, изд. „Д.А.Ценов”, Свищов, 2009 г.
3. Закон за здравното осигуряване ( обн. ДВ, бр.70 от 1998 г., посл.изм.от 2005 г.
4. Зелена книга за адекватни , устойчиви и сигурни европейски пенсионни системи, Европейска комисия, Брюксел, 2010
5. Кодекс за социално осигуряване (обн. ДВ, бр.110 от 1999 г.,посл.изм. от 2011 )
6. Павлов, Н., Либерализация на социалното осигуряване(предизвикателства, подходи, решения), В.Търново, 2007
7. Павлов, Н. И колектив.Предизвикателства пред конвергенцията на българската пенсионна система в ЕС, Свищов, 2008
8. Христосков, Й.Публично-частно партньорство при пенсионната реформа. Доклад на Международна конференция „Капиталовите системи:ролята им за решаване на пенсионния проблем”, Варна, 2007.
9. Directive 2003/41 EC of the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision, October 2004
10. OECD Guidelines of Pension Fund Asset Management. Recommendation of the Council, 26 January,2006,pp.6-8;
11. OECD, 2009 Survey of Investment Regulations of Pension Funds, 2010 <http://www.oecd.org>
12. OECD, 2010 Survey of Investment Regulations of Pension Funds, 2011, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
13. Selected Principals for the Regulation of Investments by Insurance Companies and pension Funds, 2000, p.2(<http://www.oecd.org>)
14. Комисия за финансов надзор ( <http://www.fsc.bg>)