

ХАРАКТЕРИСТИКА НА ИНВЕСТИЦИОННАТА ДЕЙНОСТ НА ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ В БЪЛГАРИЯ

Представени са водещите теоретични аспекти относно управлението на активите, за да се открият тези, които имат пряко отношение и най-голяма приложимост и значение за инвестиционните портфейли на пенсионните фондове. Подобен подход позволява също да се изведат по-ясно и коректно причините за сегашното състояние на инвестиционна дейност на пенсионните компании в България. Анализирани са динамиката на инвестиционните инструменти и структурата на инвестиционните портфейли на фондовете в страната с цел идентифициране на някои водещи и значими тенденции за периода след присъединяването ни към ЕС и в условия на глобалната финансово-икономическа криза. Това позволява да се направят интересни и противоречиви изводи относно промените в структурата на инвестициите на пенсионните фондове.¹

JEL: G23; G30; G31

Традиционни икономически теории за управлението на активите на пенсионните фондове

Във финансовата литература са известни три периода в развитието на пенсионните фондове, като върху инвестиционната им политика най-голямо влияние оказва степента на тяхната зрялост,² в която основният разграничителен фактор е срокът на присъствие на пенсионните вноски в системата. Незрелият стадий на пенсионните компании (какъвто е случаят в България) предполагат адекватно на развитието им инвестиране на по-голяма част от портфейла в дългосрочни инструменти с променлив доход. Обратно, при преминаване на фондовете към зрял стадий се очаква нараст-

* Институт за икономически изследвания при БАН, секция "Икономика на фирмата."

¹ Rayna Tsaneva, PhD. CHARACTERISTIC FEATURES OF THE INVESTMENT ACTIVITIES OF THE PENSION FUNDS IN BULGARIA. Summary: The main theoretical aspects of asset management are focused in this article in order to outline the features directly related to the investment portfolios of the pension funds with the largest application and significance. This approach elucidates the causes for the current state of the investment activities of the pension companies in Bulgaria. The dynamics of the investment instruments and the structure of the investment portfolios in the country are studied to identify some of the leading and principal trends in the post EU accession period of Bulgaria under the conditions of global financial crisis. Interesting and contradicting conclusions are made about the changes in the investment structure of the pension funds.

² Зрелостта на пенсионния фонд се определя на основата на неговите задължения или това е средното време, оставащо до възникване на пенсионни плащания. Пенсионните фондове са в незрял стадий, когато: а) постъпленията от осигурителни вноски са повече от плащанията към осигурените лица; б) годините до получаване на право на пенсия за повечето от осигурените лица са повече от десет в съответствие с техните дългосрочни инвестиционни хоризонти.

ване в дела на инструментите с фиксиран доход – инвестициите трябва да бъдат предимно в облигации, т.е. инструменти, чиито парични потоци са лесно предвидими във времето, оставащо до пенсиониране на осигурените лица. В края на инвестиционния период пенсионните фондове се стремят да държат изцяло безрискови активи с оглед да се стабилизира стойността на инвестицията в рамките на дългосрочния инвестиционен хоризонт, характерен за институционалните инвеститори. Стадиите в развитието на пенсионните фондове са в основата на етапите на инвестиционната им стратегия, които могат да се обобщят, както следва:

Начален етап (стартираща фаза) - пазарно изследване с оглед установяване на очакваната възвръщаемост за периода на държане на активите. Възможно е разпределението на активите да се окаже под границата на ефективността, а това означава, че рискът може да се намали или възвръщаемостта да се повиши, без да се изменя стойността на другите активи.

Етап на развитие - периодичен анализ и преразглеждане на ефективността на провежданата инвестиционна политика и процедурите по приложението ѝ. На този етап се вземат инвестиционните решения и се разпределят отговорностите, свързани с формирането, прилагането и контрола на инвестиционната политика.

Етап на инвестиционно регулиране - главно по отношение на управлението на риска във времето.

В академичните изследвания в областта на оптималното финансиране и правилата за разпределение на активите в повечето случаи се стига до заключението, че инвестиционната стратегия и разпределението на активите зависи от целите на инвестиционната политика на компаниите (в случая пенсионните фондове). “Ако тяхната цел е максимизиране благосъстоянието на акционерите, тогава инвестиционните планове трябва да следват екстремни политики – инвестиции в рискови активи. При по-предпазливо поведение изборът се свежда до финансиране и инвестиции в ценни книжа с фиксиран доход” (Bodie, 1998, р. 1). Успоредно с това тази политика до голяма степен зависи и се определя от:

- *инвестиционния хоризонт* - поради различния срок на присъствие на активите в пенсионните компании;

- *дизайна на* пенсионните програми, като най-общо те се класифицират в две основни групи: за дефинирани вноски (defined contribution) и дефинирани доходи (defined benefit).³

Инвестиционният хоризонт е отправна точка при разработването на стратегиите, като инвестиционната политика на пенсионните фондове зависи в критична степен и от типа на плана – дефинирани вноски и дефинирани доходи. В икономическата литература се отбелязва че “плановите за дефи-

³ От двете пенсионни програми режимът на дефинирани вноски е концептуално по-опростен.

нирани доходи притежават уникални характеристики, които водят до провеждането на инвестиционна политика, радикално различни от тази на плановете за дефинирани вноски” (Bodie, 1998, p. 23). Аналогични са и изводите в изследвания на ОИСП: “Инвестиционната политика на плановете с дефинирани доходи в повечето случаи се различава от тази на плановете за дефинирани вноски” (OECD, 2006).

При дефинираните вноски инвестиционната политика не се отличава съществено от тази на физическите лица, които индивидуално решават как да инвестират натрупаните финансови средства. Водещият принцип отново е ефективната диверсификация на портфейла с оглед постигане на максимална възвръщаемост при определено равнище на риск. В случая размерът на натрупаната сума зависи от постъпващите вноски и постигната доходност от активите, в които са инвестирани средствата на осигурените. Оттук следва и основният риск, който може да произтече за лицата, осигуряващи се по схема от инвестиционен тип. В пенсионните програми с дефинирани доходи “финансовите решения за разпределяне на активите са изцяло в полза на бенефициентите – осигурените лица” (Bodie, 1998, p. 3), като ключов при тях остава социалният мотив за защита интересите на бъдещото поколение пенсионери. На тези принципи най-общо се формират и инвестиционните стратегии на фондовете, респ. начинът на разпределението на активите и очакванията за определена норма на възвръщаемост при дадени нива на риск в портфейла.

През 1983 г. Бенджамин М. Фридман прави едно от първите емпирични изследвания на финансовите показатели на пенсионните фондове и на провежданите от тях политики (не само инвестиционна), като управлението на активите се анализира с познатите от корпоративните финанси инструменти и постулати. Той анализира връзката между разпределението на активите при измерване на бизнес- риска и финансовия ливъридж. Посредством изследване на корелацията между определени променливи величини Фридман достига до извода, “че пенсионните решения в повечето случаи са тясно свързани с останалите аспекти на корпоративните решения за финансиране” (Friedman, 1983). Нарастващият размер на активите влияе положително върху цялостното финансово състояние на пенсионните компании, повишава пазарната им стойност и в перспектива увеличава възможността за разпределение на натрупаните средства между алтернативни инвестиционни инструменти, което допринася за диверсификацията на портфейлите и по-доброто представяне на фондовете на капиталовите пазари.

В по-съвременните изследвания се забелязва усъвършенстване и детайлизиране на концепцията за управлението на активите на пенсионните фондове. Davis разглежда управлението на активите като процес, който показва каква част от активите на институционалните инвеститори се инвестира на капиталовите пазари (Davis, 2002, p. 2). *British Invisibles* (1997) под-

робно представят и описват основните функции⁴ на мениджърите по управление на активите в пенсионните фондове, които могат най-общо да се класифицират в следните няколко групи:

- *маркетинг* на нови продукти, вкл. и разработване на продукти;
- *фонд "Мениджмънт"* - водещият момент по отношение на тази функция е свързан със стратегическото управление на пенсионните фондове, най-вече относно дългосрочното разпределение на активите и управлението на риска;
- *оперативно управление* - избор на сигурност, вземане на инвестиционни решения и тяхното изпълнение, отчитане влиянието на външни и вътрешни фактори и др.
- *изследвания* от фундаментален и технико-икономически характер, вкл. анализ на фирмата и др.

В контекста на развитието и надграждането на концепцията за управление на активите се установяват определени портфейлни ограничения по отношение на инвестициите в ценни книжа на регулирани вътрешни и външни пазари, *"които се явяват като пречки за конкуренцията. Директивите на ЕС в този аспект трябва да са насочени към премахване на това историческо наследство в континентална Европа"* (Davis, 2002, p. 10). Още в края на 90-те години на миналия век в сп. "Economist" (1997) се отбелязва, че значителни препятствия могат да бъдат, от една страна, предпазливостта по отношение на риска от вложения в акции, права и дялове, а от друга, исторически детерминираната липса на интерес към алтернативни инвестиционни инструменти.

Голяма част от финансовата литература относно инвестиционната политика на пенсионните фондове се свежда основно до изчисляване на средната възвръщаемост от направените инвестиции за прецизно и коректно измерване на постигнатите резултати от провежданата политика. Например Ramdall и Satchell (1997) сравняват ефективността на различните инвестиционни портфейли на пенсионните фондове съобразно средната норма на възвръщаемост на инвестициите. Подобен анализ има съществени предимства, най-вече по отношение на стандартното отклонение на направената инвестиция. Неговият недостатък е, че не се взема под внимание сериозният проблем, който изпитват пенсионните фондове, когато възвръщаемостта е твърде ниска и/или близка до минималните изискуеми равнища. Randall и Satchell, (1997) отбелязват лаконично, че *"пенсионните фондове не могат да си позволят загуби на огромна сума пари, дори ако те са практически малки суми"*. Този недостатък не се измерва в повечето модели за оценка на

⁴ Степента, в която са комбинирани тези функции, е различна в отделните региони и държави. В англосаксонските страни тези услуги се представят обособено, като е налице известна степен на групиране. В континентална Европа посочените функции на мениджърите са комбинирани, като фонд "Мениджмънт" често включва изпълнение на инвестиционни и маркетингови консултации и други сделки.

възвръщаемостта на направените инвестиции при отчитане на риска и стандартното отклонение. Аналогична гледна точка е представена в икономическата литература за пенсионните фондове с подчертан стохастичен подход на управление и контрол за постигане на оптимална инвестиционна политика (Cairns, 2000; Vigna&Haberman, 2001). Използването на такъв подход на управление на инвестиционния процес е подходящ метод за динамични пенсионни фондове с висок потенциал за растеж, респ. с динамична инвестиционна политика.

По отношение на актуалната през последните години (и особено в условия на финансова криза) регулативна рамка за управление на инвестиционната политика на пенсионните фондове в икономическата литература са известни два подхода към нея (Queisser, 1998, р. 6-8):

- правилото на “благоразумния човек (инвеститор)”, при което законодателят не се ангажира с определяне на обхвата на инвестиционните инструменти и количествените ограничения за тях в процентно съотношение към активите. Провеждането на инвестиционната политика е от компетенциите на управляващите органи и инвестиционните мениджъри на пенсионноосигурителните дружества;

- подходът на стриктни и детайлизирани правила, при който участието и намесата на държавата при определянето на финансовите инструменти и лимити е ключов фактор за провеждане на инвестиционната политика. Целта е да се гарантират средствата на осигурените лица и съответно да се защитят техните интереси във времето.

Същевременно инвестиционните регулации в процеса на управление на активите целят да се създаде необходимата среда за реализиране на определена положителна доходност при дадено равнище на инвестиционен риск.

В академичната литература все повече си обръща внимание на инвестиционните решения на пенсионните фондове като неразделна част от цялостната корпоративна финансова политика (теория на корпоративното финансиране и управление на активите - Theory of Corporate Pension Plan Funding and Asset Allocation Policy). Подобна интегрирана перспектива предполага управлението на видовете активи на пенсионните компании да се осъществява в интерес на акционерите с максимална изгода за тях. Ambachtsheer изследва и посочва, че съществуват ясни връзки между мисията, управлението и резултатите, които са отличителните белези на цялостното представяне на пенсионните фондове. Авторът предлага разглеждането и въвеждането на т. нар. *интегрирана инвестиционна теория* (Integrative Investment Theory), в която се разширява традиционният поглед на теорията за инвестиции, като се включват също и водещите принципи от теорията за агенцията, управлението на качеството, инвестиционни очаквания (рационалните очаквания), оперативното и стратегическото управление на риска и др. (Ambachtsheer, 2005). Смята се, че това са водещите елементи, които в своя-

та съвкупност и координация способстват за постигане на по-добри инвестиционни резултати за пенсионните фондове.

Съвременна теория за портфейла (СРТ) и модел за оценка на капиталовите активи – приложимост към инвестиционната политика на пенсионните фондове

Икономическите модели за оптималност на инвестиционните портфейли и инвестиционната политика водят своето начало от изследванията на Марковиц (1952, 1959) и Мъртън (1971, 1973) и преминават през различни посоки и гледни точки. В най-ранните концептуални модели доминира становището, че инвеститорите могат да търгуват с определени активи непрекъснато и по всяко време, без оглед на риска, възвръщаемостта и ликвидността. Подобно тълкуване обаче не е съвместимо със същността на пенсионните фондове поради тяхната тясна зависимост от състоянието и ликвидността на капиталовите пазари и риска, съпровождащ всяко инвестиционно решение. За институционални инвеститори са далеч по-подходящи и адекватни на политиката им моделите за оптимална капиталова структура (Black, 1980; Террег, 1981), чиито параметри са приложими и проверими за планове на финансиране и инвестиционните стратегии на пенсионните фондове.

СТП⁵ е финансова теория, в която акцентът е поставен върху максимизирането на очакваната възвръщаемост на портфейла при дадено равнище на риск или еквивалентното му минимизиране за определено ниво на очакваната възвръщаемост. Тя имплицитно включва и т.нар. правило на благоразумния човек/инвеститор за предпазливост, което на свой ред предполага и изисква непрекъснат контрол върху инвестиционния процес. В случая "инвестиционният процес е компромис между риск и очаквана възвръщаемост, като за определено равнище на риска теорията описва как да се избере портфейл с възможно най-високата очаквана възвръщаемост *или* за определена очаквана възвръщаемост – как да се избере портфейл с възможно най-нисък риск (Elton and Gruber, 1997).

СТП е математическа формулировка на концепцията за диверсификация на инвестиране с цел избор на инвестиционни активи в портфейла, чийто общ риск е по-нисък, отколкото на всеки отделен актив. Този процес е пряко зависим и свързан с развитието и ликвидността на фондовите борси и капиталовите пазари, като много често под тяхно влияние различните активи променят своята стойност в противоположна посока. Инвеститорите могат да ограничат риска в портфейла посредством диверсификация на активите и

⁵ Значителен принос за развитието на СТП, както е добре известно, имат изследванията на проф. Хари Марковиц. Неговата концепция се основава на формирането на портфейл от активи, основаващ се на комбинацията от техния *риск* и *доходност*. Теорията на Марковиц е базирана на понятията "систематичен" (пазарен) и "специфичен риск" на ценните книжа, като фундаментални за нея са понятията: "доходност на активите", "риск", "граница на ефективността", "CAPM", " β -коефициент", "CML" и "SML".

избор на комбинации от активи, които не необходимо непременно да са в тясна корелация, но в своята съвкупност са в състояние съществено да ограничат риска. С други думи, ако в портфейла се включат активи, чиито постъпления не се изменят еднакво (с нисък коефициент на корелация), общият портфейлен риск ще е по-нисък от съвкупния риск на включените в него активи. *“Инвеститорите, които са склонни да рискуват, ще предпочетат активи с по-висок пазарен риск (по-голям β -коефициент), като съответно ще очакват по-голяма норма на възвръщаемост”* (Петров, 1995).

Изходна позиция в СТП е разбирането, че активите в инвестиционния портфейл не трябва да се избират самоцелно и индивидуално, а в комбинация, за да се проследят промените в цената на всеки актив спрямо тези на останалите активи. Марковиц изследва и открива, че активите се влияят по различен начин от икономически, социални и други фактори (цени на петрола, инвестиционните нагласи и намерения, времето и т.н.), като рискът може да бъде редуциран чрез инвестиции в диверсифицирана група от активи (в неговите трудове-акции) (Markowitz, 1959). В тази съвкупност от активи, индивидуалното движение на едни инструменти съдейства за неутрализиране на общото влияние на променливостта на другите. Промените в характеристиките на активите в портфейла се определят и зависят не само от тяхната индивидуална изменчивост, но и от въздействието, което те оказват един на друг. Подобна концептуална рамка, а именно – анализ на доходността на портфолиото при отчитане индивидуалната доходност на отделните активи с оглед да се установи доколко съдейства/вреди на доходността на общия инвестиционен портфейл - е напълно приложима към институционалните инвеститори, вкл. и към пенсионните фондове.

Ефективната диверсификация на инвестиционните портфейли зависи не само на броя на активите в портфолиото, но също (и преди всичко) от тяхното движение като отговор на настъпили икономически събития, както и на вероятността тези понякога противоречиви движения да анулират и/или неутрализират влиянието на определени активи. *“... Като резултат от колебанията в стойността на различните активи те се компенсират взаимно, което ограничава риска на портфейла до по-малко от средната претеглена стойност на всеки отделен актив”* (Moses, Park, Singleton and Marshall III, 2004, p. 30). Основен принцип на СТП е, *“че корелацията на рисковете при всеки един отделен актив в своята съвкупност определя общия портфейлен риск”*.

Теорията за портфейла има и своите несъвършенства, например допускането, че е възможна селекция от активи (акции), чието представяне е независимо от останалите инвестиции в портфейла. Това практически е невъзможно, особено в кризисни ситуации и периоди на пазарни колебания. Фундаменталният постулат на портфейлната теория е, че *“за минимизирането на портфейлния риск са важни не индивидуалните рискови характеристики на книгата, в които се инвестира, а взаимната обвързаност между тях”*

(Markowitz, 1959). Това практически не обяснява мотивите за придобиване на очевидно доста рискови активи с оглед намаляване на цялостния риск в портфейла. Подобна препоръка също не е твърде целесъобразна в условия на икономическа неопределеност, особено в случаите, когато инвеститорите и останалите заинтересувани страни не са добре запознати със съвременните техники за управление на портфейла.

В опитите за усъвършенстване на портфейлната теория и по-конкретно за изглаждане на нейните несъвършенства James Tobin (Tobin, 1958) предлага комбинацията на един безрисков актив с портфейл от границата на ефективността. По този начин се създават възможности да се конструира портфейл, чийто риск и възвръщаемост са по-добри от портфейлите, лежащи на границата на ефективността. В *теоремата на Тобин* се търси и формира оптималната комбинация на рискови активи в зависимост от отношението на инвеститора към риска. Логиката на теоремата е повратна точка в СРТ, която води до по-усъвършенствания в теорията модел за оценка на капиталовите активи.

В този смисъл съществен напредък в теорията за оптималния инвестиционен избор внасят изследванията на Шарп и неговите последователи (Sharpe, 1976; Треупор, 1977), главно по отношение на управлението и ограничаването на риска в портфейлите в *модела за оптималност на капиталовите активи (МОКА)*. В изследванията на Шарп отново се приема, че съществуват два типа риск: *систематичен и несистематичен*. Теорията за портфейла предписва, че несистематичният риск може да бъде елиминиран чрез диверсификация, което обаче не важи при изчисляването и възможностите за елиминиране на систематичния. Следователно МОКА представлява начин за измерване, респ. неутрализиране на систематичния риск в инвестиционните портфейли. Моделът почива на определени постулати, част от които напълно логично съвпадат с достигнатите от Марковиц и Тобин констатации (вж. Шарп, Александер и Бэйли, 1997, с. 259):

1. Инвеститорите правят своята оценка и избор, основавайки се единствено на очакваната възвръщаемост, респ. на дисперсията и стандартното отклонение на възвръщаемостите за периода на държане на активите (акциите) и портфейлите от активи, съответно:

- от два портфейла инвеститорите ще предпочетат онзи, който при равни други условия има по-висока очаквана възвръщаемост;
- инвеститорите избягват риска и при равни други условия ще предпочетат онзи, който има най-малка дисперсия и стандартно отклонение на възвръщаемостта.

2. Съществува безрисков лихвен процент, по който инвеститорите могат да дават пари на заем, т.е. да инвестират или да вземат кредит.

3. Времевият хоризонт на вложенията е един и същ за всички инвеститори. Това означава, че всички те оценяват възвръщаемостите на активите и портфейлите за един и същ период на държане.

4. Инвеститорите виждат еднакво перспективите на ценните книжа – те имат еднакви предвиждания относно техните очаквани възвръщаемости, оценявани чрез дисперсията, стандартното отклонение и ковариацията. От това се подразбира, че всички инвеститори по еднакъв начин анализират получената информация и други характерни за портфейлната теория постулати.

Поради тези причини, в съвременните изследвания на портфейлната теория се отделя значително и напълно обяснимо внимание на риска и неговото управление. Пенсионните фондове, в най-широкия смисъл на думата, са изложени на различни видове риск в резултат от: *външни причини* – състояние на финансовите пазари, катаклизми в икономическата ситуация и инвестиционната среда и др.; *вътрешни причини* - сложност на инвестиционни стратегии, инвестиционна склонност към разнообразни портфейли и подчертани предпочитания към алтернативни финансови инструменти.

Направеният теоретичен преглед предполага да изведем на преден план необходимостта от създаването на устойчива *система за управление на риска*, чрез който пенсионните фондове ефективно да идентифицират, анализират и оценяват различните видове риск на всеки етап от инвестиционния процес. Видовете риск, които пряко засягат пенсионните фондове, могат да се групират по следния начин:

- *пазарен риск* – риск от промяна в цената и качеството на инвестиционните инструменти. Той изразява несигурността на финансовите и капиталовите пазари и е породен от свойството на акциите “да се движат заедно” (Петров, с. 48);

- *уникален (специфичен) риск* - изключително характерен за портфейлните инвестиции. Именно природата на такива рискове изисква диверсификация на инвестиционните портфейли, като ефективната комбинация на инструментите е основна предпоставка за ограничаването му;

- *ликвиден риск* - свързан е с трудностите при продажбата на активите при необходимост и превръщането им в ликвидни средства;

- *нови рискове* в резултат от практикуването на иновативни инвестиционни стратегии и насочването на институционалните инвеститори към иновативни продукти и услуги.

Във финансовата теория са познати още *валутен* и *финансов* риск, но те са характерни предимно за предприятията и компаниите и се отнасят най-вече до дела на заемните средства към собствения капитал.

Направеният теоретичен критичен преглед на литературата относно управлението на инвестициите и инвестиционния риск, както и анализът на концептуалните въпроси при структурирането на инвестиционните портфейли, ни позволява:

1. Ясно да идентифицираме мястото на институционалните инвеститори и по-конкретно на пенсионните фондове в съвременните теории за портфейла, със специален и целенасочен акцент към възможностите за управление на инвестиционния риск.

2. По-коректно да открием спецификите на българските пенсионни фондове и отражението на последиците от световната финансова криза върху тяхната инвестиционна дейност с оглед формирането на адекватни и устойчиви на кризи инвестиционни стратегии.

В този смисъл съобразно препоръките за управлението на размера на риска и стадия/етапа на развитие на пенсионните фондове, вкл. и българските, могат да се посочат следните по-важни изводи с концептуален характер, засягащи развитието на сектора в България:

- *Стадии на развитие на пенсионните фондове.* Ранният етап в развитието на българските пенсионни фондове предопределя и сравнително дългия инвестиционен хоризонт, който имат пенсионните мениджъри пред себе си. Следователно финансовата теория препоръчва като най-подходящи инвестициите в инструменти с променлив доход.

- *Състояние на капиталовия пазар.* Капиталовият пазар в България е недостатъчно ликвиден и не е в състояние да предложи алтернативни инвестиционни инструменти. Българският законодател от своя страна е възприел индиректен подход за регулиране на риска на пенсионните фондове посредством нормативно регламентиране на лимити в какви инструменти и пропорции да бъдат инвестирани средствата на осигурените лица. Липсата на достатъчно качествени акции и възприетите количествени ограничения пред пенсионните фондове у нас предполагат недостатъчно ефективно и пълноценно управление на техните активи. Това предполага, че през следващите години от решаващо значение ще бъде появата на нови и алтернативни инструменти, които да са подходящи за инвестиции от страна на пенсионните компании.

- *Контрол и управление на риск.* За българските пенсионни фондове е най-добре да използват директните методи за управление на риска, като подходящи измерители са коефициентът на Шарп и/или VaR. От съществено значение е и времевият период, за който същите трябва да се изчисляват. В противен случай, крайните резултати не са сравними и съответно не биха могли да се използват при анализа и избора на подходящ инвестиционен портфейл. Правилното и ефективно наблюдение и регулиране на инвестиционния риск на пенсионните фондове ще допринесе за по-доброто им приспособяване към изискванията на ЕС и новите условия.

Значителният размер на капитала, натрупан в пенсионните фондове, и спецификите в развитието капиталовите пазари създават предпоставки за разширяване на инвестиционните портфейли отвъд традиционните инвестиционни инструменти и пренасочване на инвестиционния интерес към алтернативни инвестиции (например хедж фондовете, частен капитал, стоки, чуждестранна валута). Това предполага необходимостта от продължаващи изследвания по отношение на управлението на риска, базирани на модерната теория на портфейла.

Не на последно място при дискусията за инвестиционната политика на пенсионните фондове е и търсенето на подходящ баланс между капиталовите фондове и разходопокривните системи, като последните в повечето случаи не разчитат на инвестиции или могат да бъдат възприети като *особен вид инвестиция* – в хората, тяхното образование, квалификация и т.н. При всички положения обаче дългосрочната статистика сочи, че общите доходи, от които растат пенсиите, се увеличават по-бавно от пазарната стойност на частните инвестиции.

Наред с това последиците от финансовата криза пораждаат за пенсионните фондове (и други институционални инвеститори) необходимостта от преглед на ефективността на корпоративното управление. Това води до редица промени в прилагането на корпоративните политики за управление и сериозни дискусии в *NAPF*⁶ и *European Federation for Retirement Provision (EFRP)*⁷ по отношение на взаимовръзката *корпоративно управление – институционални инвеститори*, в частност пенсионни фондове. В по-съвременните изследвания се анализира неоспоримата връзка между институционалното инвестиране и корпоративното управление в контекста на глобалната финансова криза, като въздействието на доброто корпоративно управление върху управлението на инвестициите е измеримо посредством съвкупност от критерии. Няколко са ключовите фактора, които допринасят за доброто управление в рамките на пенсионните фондове - подходящи структури за управление; правилно дефинирани отговорности, политики и процедури, вкл. и подходящи за подбор и работа на управителните органи и управляващите институции. В условия на криза и неопределеност се смята, че именно доброто корпоративно управление е ключов фактор за преодоляването на възможните негативни последици и произтичащите от това рискове.

Инвестиционна дейност на пенсионните фондове в България – характерни особености и тенденции

Пенсионните фондове са финансови институции, в които се акумулират значителни по размер дългосрочни ресурси и в този смисъл те имат известни предимства пред останалите институционални инвеститори на капиталовия пазар. В качеството си на водещи институционални инвеститори те се стремят към постигането на оптимален компромисен избор между риск и възвръщаемост посредством разпределението на управлявания инвестиционен портфейл в добре диверсифицирана комбинация от активи. Условие за оптималност на избора е намирането на *границата* на ефективните портфейли, където съществува възможност за нарастване на възвръщаемостта без увеличаване на риска или понижаването му без редуциране на възвръщаемостта.

⁶ <http://www.napf.co.uk/>

⁷ <http://www.efrp.org/e>

ността. Това съответства на постулираната в икономическата литература теория за рационалния избор, в която инвеститорът (вкл. институционалният) прави селекция измежду ефективните портфейли съобразно целите, предпочитанията и ограниченията пред него.

Водещи принципи при управлението на средствата на пенсионните фондове, заложи в КСО, са *надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация*, като инвестиционната политика на фондове трябва да се осъществява при изпълнението на две задължителни условия - гарантиране на минималната доходност и създаване на система от гаранции за средствата на осигурените лица. В действащото българско пенсионно законодателство е възприет *подходът на количествените портфейлни ограничения* при инвестиционния избор пред *подхода на регулиране*, следващ "правилото на благоразумния инвеститор" (Prudent Person Rule - PPR).

В смисъла на традиционното теоретично разбиране за институционалното инвестиране пенсионните фондове не само създават предпоставки за по-добра балансираност на пазарите, но и възможности за привнасяне на добри практики на корпоративно управление в дружествата, чиито акции придобиват. Инвестиционната политика на пенсионните фондове се формира, като се спазват нормативните изисквания и ограничения, което предполага предпазлив и благоразумен подход на влагане на активите в умерено консервативни инвестиционни портфейли.

Умеренорисковият профил на инвестиционните портфейли цели постигане на високо ниво на сигурност и гарантиране на интересите на осигурените лица. В този смисъл средствата на осигурените лица се инвестират с минимален или умерен риск при спазване на законовите изисквания за постигане на стабилно равнище на доходност в дългосрочен период. Самите пенсионни дружества, управляващи фондовете, могат да избират и да вземат управленски решения относно пропорцията на: активно/пасивно управление; местни/чуждестранни инвестиции; ценни книжа с променлив доход/ценни книжа с фиксиран доход. Така се създават предпоставки за структуриране на портфейли с рисков профил в рамките на законодателните ограничения и условия за провеждане на инвестиционната политика, насочена към постигане на определена доходност при дадено равнище на риск. Аналогичен подход е характерен и за българските пенсионни фондове - инвестиционните стратегии на пенсионноосигурителните дружества в България са формирани с оглед постигане на реален растеж на стойността на активите, като се максимизира тяхната възвръщаемост при ниско до умерено равнище на риска.⁸

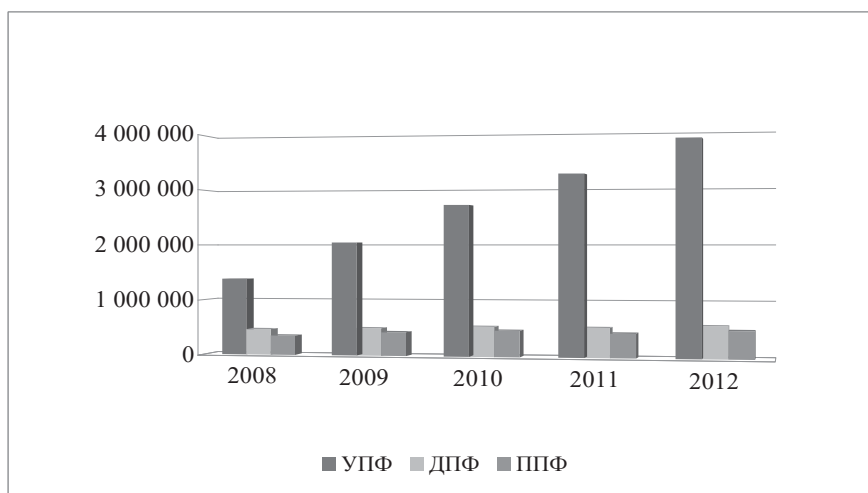
Пенсионните фондове в страната осъществяват активна инвестиционна дейност през последните 5 години (фиг. 1). Причините за това са комплексни

⁸ Световната тенденция в инвестиционните стратегии на пенсионните фондове е преминаване от строги количествени рестрикции към благоразумност и косвено регулиране чрез регулация на риска.

и би трябвало да се търсят както в положителните резултати за нетните им активи, така и в разширяването на кръга от инвестиционни инструменти и либерализирането на инвестиционния режим пред тях. Най-добри са данните за универсалните пенсионни фондове (УПФ), чиито инвестиции нарастват от 1 378 083 лв. през 2008 г. на 3 8722 73 лв. през 2012 г. Със значително по-бавни темпове на растеж в инвестиционната дейност следват доброволните пенсионни фондове (ДПФ) – от 461 587 лв. (2008 г.) на 579 433 лв. (2012 г.) и професионалните пенсионни фондове (ППФ) – от 349 012 лв. (2008 г.) на 498 411 лв. (2012 г.).

Фигура 1

Динамика на инвестиционната дейност на пенсионните фондове в България, 2008-2012 г. (хил. лв.)



Източник. Собствени изчисления по данни на КФН.

В структурата на инвестиционните портфейли на всички фондове в България през анализирания период преобладават инвестициите в *държавни ценни книжа и корпоративни облигации* независимо от низходящите тенденции при наблюдението на динамиката на посочените инвестиционни инструменти. Инвестициите в корпоративни книжа зависят, както е добре известно, от цялостното развитие на капиталовия пазар, финансовото състояние на търгуваните дружества, ликвидността и качеството на предлаганите акции, законодателно регламентирания режим на инвестиране, инвестиционния климат в страната и региона и др. Това на практика означава, че *при достатъчно добра пазарна капитализация и надеждност на компаниите пенсионните фондове ще могат да формират по-балансиран портфейл между рискови и нерискови инвестиции при положение, че инвестиционните огра-*

ничения не ги обхващат. Сравнително постоянният темп на нарастване на корпоративните облигации, акциите, правата и дяловете в портфейлите е показателен за установен стремеж към по-слабо консервативна инвестиционна политика. Наред с това точно тяхното относително стабилно и устойчиво присъствие в портфейлите на дружествата е една от основните причини за промените в доходността през последната година.

Данните от табл. 1 показват, че преобладаваща част от активите на УПФ са инвестирани в *дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от държави-членки на ЕС, други държави или техните централни банки*, като делът им варира от 34.42 до 39.58% за периода 2008 – 2012 г. (вж. ред 2). Следват инвестициите в корпоративни облигации, чиято динамика остава относително постоянна във времето.

Таблица 1

Динамика на инвестиционните портфейли на УПФ, 2008-2012 г. (%)

№	Инвестиционни инструменти	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
1.	<i>Инвестиции общо, в т.ч.</i>	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1	Дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от страни-членки на ЕС, други държави или техните централни банки	34.42	24.68	23.22	33.65	39.58
2	Корпоративни облигации	21.91	22.14	21.17	20.25	19.79
2.1	<i>От тях:</i> издадени или гарантирани от банки с цел финансиране на инфраструктурни и инвестиционни проекти	-	-	1.08	1.34	1.36
3	Ипотечни облигации	3.12	1.21	1.40	0.69	0.68
4	Общински облигации	1.05	2.08	2.60	2.98	2.67
5	Акции, права и дялове	14.52	22.52	27.07	19.43	18.44
5.1	Акции и права на АДСИЦ	2.37	2.48	1.79	1.88	1.85
5.2	Акции и дялове на КИС	5.21	11.49	11.85	7.95	8.08
5.3	Акции и права, извън тези на АДСИЦ и КИС	6.94	8.55	13.44	9.61	8.51
6	Банкови депозити	23.19	25.68	21.52	19.62	15.46
7	Инвестиционни имоти	1.79	1.69	3.02	3.38	3.38

Източник. Собствени изчисления по данни на КФН.

Съществени промени се открояват при инвестициите на УПФ в *акции, права и дялове*, които спадат от 22.52% (2009 г.) до 18.44% (2012 г.), като обяснение за това са преди всичко неблагоприятните последици от световната криза и тяхното влияние върху вземането инвестиционни решения.

Тенденциите при професионалните схеми са аналогични с доминиращо присъствие на ДЦК (32.80%) в инвестиционните портфейли и не толкова фрапиращо намаляване на ръста на акциите, правата и дяловете (табл. 2).

Таблица 2

Динамика на инвестиционните портфейли на ППФ, 2008-2012 г. (%)

№	Инвестиционни инструменти	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
1.	<i>Инвестиции общо, в т.ч.</i>	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1	Дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от страни-членки на ЕС, други държави или техните централни банки	29.79	22.22	19.63	29.86	32.80
2	Корпоративни облигации	21.52	21.43	21.54	19.07	19.75
2.1	<i>От тях:</i> издадени или гарантирани от банки с цел финансиране на инфраструктурни и инвестиционни проекти	-	-	1.56	1.44	1.33
3	Ипотечни облигации	3.56	1.66	1.99	1.01	1.01
4	Общински облигации	1.29	2.37	2.40	2.69	2.80
5	Акции, права и дялове	18.68	25.35	31.17	24.55	23.64
5.1	Акции и права на АДСИЦ	3.64	3.84	3.01	3.79	3.61
5.2	Акции и дялове на КИС	6.31	10.76	11.94	7.87	8.14
5.3	Акции и права, извън тези на АДСИЦ и КИС	8.73	10.75	16.22	12.89	11.89
6	Банкови депозити	22.42	24.58	19.89	19.01	16.29
7	Инвестиционни имоти	2.74	2.39	3.38	3.81	3.71

Източник. Собствени изчисления по данни на КФН.

Консерватизмът в инвестиционните портфейли при професионалните схеми е напълно обясним поради необходимостта от поддържане на ликвидни средства за изплащане на текущи пенсии. Логично е от тях да се очаква и по-умерено и инвестиционно поведение с подчертана нискорискова стратегия в бъдеще, като препоръките за диверсификация на инвестиционните им портфейли не са валидни в условията на последиците от криза.

При ДПФ увеличението на инвестициите в ДЦК в портфейлите е в рамките на 10% - от 14.21% през 2010 г. на 27.94% през 2012 г. (вж. табл. 3), като се наблюдава съществен спад на инвестициите в банкови депозити за анализирания период.

В структурата на портфейлите на фондовете за ДПО ясно се очертават консервативността при инвестиране на средствата и липсата на атрактивни възможности пред него. От гледна точка на характера и дългосрочността на средствата, натрупващи се в ДПО, тази предпазливост не е напълно оправдана. Именно от допълнителните пенсионни схеми се очаква по-диверсифицирана и либерализирана инвестиционна политика, като подчертаната консервативност през изминалите години е показателна за доминираща предпазливост при формиране на инвестиционните им стратегии. В допълнение на това и капиталовият пазар не разкрива възможности пред институционалните инвеститори с дългосрочни инвестиционни хоризонти – факт, който

най-добре се откроява в структурата на ДПФ. Причините за подобно поведение може да се търсят отново в последиците от световната криза, които рефлектират както върху капиталовите пазари, така и върху инвестиционния климат в страната, респ. инвестиционното поведение на пенсионните компании. Предвид благоприятните данни за нарастване на управляваните активи през последните години, подобни инвестиционни предпочитания биха могли да се квалифицират като твърде предпазливи и консервативни.

Таблица 3

Динамика на инвестиционните портфейли на ДПФ, 2008-2012 г. (%)

№	Инвестиционни инструменти	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
<i>I.</i>	<i>Инвестиции общо, в т.ч.</i>	<i>100.00</i>	<i>100.00</i>	<i>100.00</i>	<i>100.00</i>	<i>100.00</i>
1	Дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от страни-членки на ЕС, други държави или техните централни банки	24.13	14.15	14.21	24.51	29.49
2	Корпоративни облигации	21.84	24.65	23.98	21.72	22.81
2.1	<i>От тях:</i> издадени или гарантирани от банки с цел финансиране на инфраструктурни и инвестиционни проекти	-	-	0.33	0.82	0.67
3	Ипотечни облигации	3.81	0.49	0.79	0.43	0.46
4	Общински облигации	0.57	2.25	4.37	4.30	3.01
5	Акции, права и дялове	22.14	26.09	32.52	27.75	25.46
5.1	Акции и права на АДСИЦ	4.51	4.69	3.60	4.27	2.86
5.2	Акции и дялове на КИС	7.39	11.50	16.06	10.80	11.27
5.3	Акции и права, извън тези на АДСИЦ и КИС	10.23	9.90	12.86	12.68	11.33
6	Банкови депозити	16.98	25.21	16.42	13.77	11.87
7	Инвестиционни имоти	10.53	7.16	7.71	7.52	6.90

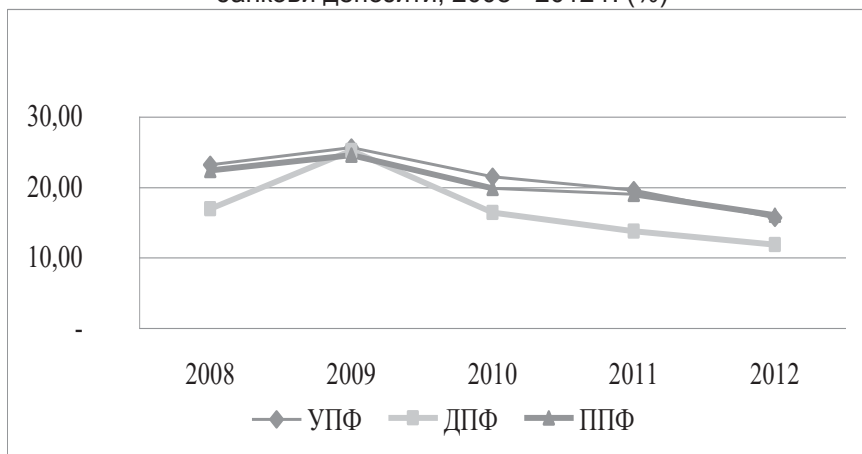
Източник. Собствени изчисления по данни на КФН.

Противоречива динамика се наблюдава при инвестициите в банкови депозити, които преди присъединяването на България към ЕС са водещ инвестиционен инструмент в портфейлите на пенсионноосигурителните дружества.⁹ През последните години и в условията на глобална финансово-икономическа криза интересът към тях спада с приблизително 6-7% (фиг. 2), което се дължи както на създалата се неблагоприятна финансова ситуация в света, така и на управленските решения за по-либерална инвестиционна политика, респ. с по-диверсифицирани и конкурентни инвестиционни портфейли.

⁹ Интересът към банковите депозити е породен от благоприятните лихвени равнища и постигнатата стабилност на банковата система в България въпреки съществуващите проблеми от нормативен характер, отнасящи се до степента на свързаност с банката-попечител.

Фигура 2

Динамика на инвестициите на пенсионните фондове в България в
банкови депозити, 2008 - 2012 г. (%)



Източник. Собствени изчисления по данни на КФН.

Съществена причина за намаляващия интерес към банковите депозити са управленските решения на дружествата за увеличаване дела на по-рисковите инвестиции в инвестиционните портфейли на пенсионните фондове, както и нарастващата конкуренция в сектора, която ги насочва към рискови инвестиционни стратегии.

През изследвания петгодишен период при инвестициите в *корпоративни облигации* не се открояват съществени изменения – последните запазват сравнително постоянно място като трети по значимост в портфейлите на всички видове фондове. Въпреки че тенденцията при корпоративните облигации в агрегираните портфейли е сравнително низходяща, делът им в структурата на инвестициите продължава да бъде значителен. Постоянният размер на тези облигации в портфейлите е показателен за потенциала на пенсионните фондове за: участие в корпоративното управление и привнасяне на добри корпоративни практики в дружествата, чиито акции закупуват; повишаване конкурентоспособността на българските предприятия вследствие на нарастващите им възможности да формират портфейли с различен инвестиционен риск. Това, освен че допринася за по-доброто им позициониране на капиталовите пазари, предполага и по-силно влияние от външни шокове и завишен риск, идващ от степента на развитост/неразвитост на финансовите пазари в страната и чужбина

От началото на 2008 г. се наблюдава изразено активно управление на инвестиционните портфейли на пенсионните фондове в България, както и

въздържането от продажби на активите. Представеният анализ на инвестиционната дейност на пенсионните фондове в страната позволява да се открият следните по-важни *тенденции*:

- Осезаемо се увеличават вложенията в ценни книжа с фиксиран доход за всички фондове, в т.ч. сериозен ръст на инвестициите в ДЦК в условията криза;

- Относително намаляват инвестициите в ценни книжа с променлив доход - за различните пенсионни схеми в различна степен.

- Спадат инвестициите в акции и дялове на колективните инвестиционни схеми (КИС) и АДСИЦ - над 2 пъти се свиват инвестициите в акции и права (извън тези в АДСИЦ и КИС).

- Запазва се сходството в структурата на инвестиционните портфейли на УПФ и ППФ (на агрегирано равнище). ДПФ остават с по-динамична структура, макар и далеч от очакванията за по-диверсифицирани инвестиционни портфейли с разнообразни и алтернативни финансови инструменти.

Анализът на инвестиционната дейност на пенсионните фондове в България доказва консервативната структура на инвестиционните им портфейли. Наред със законодателно определените ограничения за инвестиране съществена причина за консервативния характер на инвестиционната политика на пенсионните компании е и липсата на алтернативи, които в достатъчна степен да осигурят нужните доходност, премерен риск и ликвидност. В тази посока управляващите органи на ПОД би трябвало да се стремят към разширяване на инвестициите в разнообразни и различни по риск инвестиционни инструменти при съобразяване със състоянието и степента на развитие на капиталовия пазар. Динамиката на инвестиционната дейност позволява да препоръчаме по-голяма гъвкавост и вътрешно регулиране, като необходима предпоставка са растеж както на местните и чуждестранните пазари, така и на доходността на ПОД. Контролът на инвестиционната дейност трябва да е с подчертан акцент към на регулацията на инвестиционния риск, вкл. и за новите видове риск при прилагането на иновативни подходи в инвестиционните стратегии.

Членството на България в ЕС и либерализирането на пазара и инвестиционните инструменти предполага дългосрочни инвеститори като пенсионните фондове задължително да съобразяват своята инвестиционна стратегия с потребностите на осигурените – максимизиране на стойността на инвестицията към датата на пенсиониране при относително ниско ниво на риск. Недостатъчната доходност може да има неблагоприятни последици не само за капиталовата система, но и за държавата – на равнище социално и обществено осигуряване.

Използвана литература:

Димитров, М. (ред.) (2008). Студии за ускорено развитие на българската икономика. С.: ГорексПрес, с. 497-505.

Минчев, В., Р. Петкова, Р. Бакърджиева, М. Ангелова, Р. Цанева, и Г. Сарийски (2010). Предизвикателства пред корпоративното управление в България след януари 2007 г. (mimeo). С.: ИИИ при БАН.

Минчев, В., Р. Петкова, М. Ангелова, Р. Цанева (2007). Фактори на корпоративното управление в България (mimeo). С.: ИИИ при БАН,

Манов, Б., Ж. Милев (2009). Влияние на световната икономическа криза върху дейността на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България. - Годишник на УНСС, с. 343.

Матеев, М. (2000). Анализ и оценка на риска при избор на инвестиционни решения. С.: УИ "Стопанство".

Петров, Г. (1995). Основи на финансите на фирмата, С.: ИК "Труд и право".

Пътев, Пл. (1996). Управление на портфейла, В. Търново: "Абагар".

Христосков, Й. (2005). Реформите в пенсионната система на България – теория и практика. – В: Годишник на ВУЗФ, Т. 1.

Чилев, Пл. (2012). Предизвикателства пред корпоративното управление в България: принципи и добри практики, проблеми и решения, ресурси. С.: CRC.

Шарп, У., Г. Александер и Дж. Бэйли (1997). Инвестиции. Москва: "Инфра - М".

Цанева, Р. (2011). Институционалното инвестиране в България – тенденции, проблеми и насоки. - Икономически изследвания, кн. 1, с. 69.

Европейска Комисия (2012). Бяла книга за адекватни, сигурни и устойчиви пенсии, Брюксел, COM(2012) 55.

Комисия за финансов надзор (2011). Годишен отчет за дейността през 2010 година.

Комисия за финансов надзор (2010). Годишен отчет за дейността през 2009 година.

Комисия за финансов надзор (2011). Обзор на небанковия финансов сектор в България през 2010 г..

Комисия за финансов надзор (2011). Какво трябва да знаем за допълнителното пенсионно осигуряване. Доходност на пенсионните фондове.

Ambachtsheer, K. (2005). The Ambachtsheer Letter: Research and Commentary on Pension Governance, Finance, and Investments. - KPA Advisory Services, 1987- Present, 001-346.

Ambachtsheer, K. (2005). Beyond Portfolio Theory: the Next Frontier. - Financial Analysts Journal 61 (1), p. 29–33.

Antolin, P. (2008). Pension Fund Performance. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, N 20, OECD publishing.

Shopov, G. (2008). The Bulgarian Pension System (design, pre-reform and post reform financial status). - Economic Studies Journal, XVII (2), p. 3-22.

Siegman, A. (2003). Optimal Investment Policies for Defined Benefit Pension Funds. De Nederlandsche Bank NV, Research Department.

Cairns, A. J. G. (2000). Some notes on the dynamics and optimal control of stochastic pension fund models in continuous time. - *Astin Bulletin* 30 (1), p. 19–55.

Davis, E. Ph. (2002). The European Pension Management Industry. The Pensions Institute/Cass Business School, Discussion paper PI-0212.

Elton, E. J. and M. J. Gruber (1997). Modern portfolio theory, 1950 to date. - *Journal of Banking & Finance*, N 21, p. 1743-1759.

Friedman, B. M., (1983). Pension Funding, Pension Asset Allocation and Corporate Finance: Evidence from Individual Company Data. – In: *Financial Aspects of the United States Pension System*, Chicago: University of Chicago Press.

Bodie, Z. (1998). Pension fund investment policy. National bureau of economic research. NBER working paper series, Working Paper N 2752.

Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. - *The Journal of Finance* 7 (1), p. 77–91.

Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons (reprinted by Yale University Press, 1970; 2nd ed. Basil Blackwell, 1991).

Queisser, M. (1998). Regulation and supervision of pension funds. - *International Social Security Review*, Vol. 51, Issue 2, p. 39–55.

Merton, R. C., Z. Bodie (1993). Pension Benefit Guarantees in the United States: A Functional Analysis (Chapter 5). – In: R. Schmitt (ed.). *The Future of Pensions in the United States*. Pension Research Council. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

Merton, R. C. (1972). An Analytic Derivation of the Efficient Portfolio Frontier. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.7, N 4, p. 1851-1872.

Merton, R. C. (1995). Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions. NBER Working Papers Series N 5096.

Randall, J. and S. Satchell (1997). An analysis of the hedging approach to modelling pension fund liabilities. Pensions Institute Discussion Paper PI-9714, Birkbeck College, University of London.

British Invisibles (1997). *City business series 1997 - fund management*. British Invisibles, London

Economist (1997). Europe's fund phobia. - *The Economist*, 29 March 1997.

OECD (2011). Directorate for Financial and Enterprise Affairs. *Pension Markets in Focus: "Pension fund assets climb back to pre-crisis levels but full recovery still uncertain"*, Issue 8

OECD (2010). *Pension markets in focus*, Issue N 7.

OECD (2010). *Survey of Investment Regulations of Pension Funds*.

OECD (2009). *Survey of Investment Regulations of Pension Funds*, <http://www.oecd.org>

OECD (2006). *Guidelines of Pension Fund Asset Management*. Recommendation of the Council, 26 January.

21.XII.2012 г.