

УДК – 36  
Econ Lit – H550

## БЪЛГАРСКИЯТ РЕЗЕРВЕН ПЕНСИОНЕН ФОНД – ЦЕЛИ И ТЕНДЕНЦИИ

Гл. ас. д-р Христина Благойчева

Промените в демографската структура са общ проблем на пенсионните системи от разходопокривен тип в почти всички развити страни по света. Застаряването на населението води до необходимост от повече разходи за обезщетения, при намаляване (в относителен дял) на приходите в системата. Това е индикация за един бъдещ дисбаланс на публичната пенсионна система и предпоставка за нейната дългосрочна финансова нестабилност.

В търсене на варианти за подпомагане стабилизацията на бъдещите пенсионни разходи, много държави по света (включително и България) преминаха към частично въвеждане на капиталовия принцип в техните разходопокривно финансирани пенсионни системи, чрез изграждането на публични пенсионни резервни фондове.

В тази статия се очертават проблемите на българския фонд за гарантиране устойчивостта на държавната пенсионна система. Предлагат се някои възможности за по-добро управление на неговите активи. За целта се прави сравнение с група публични пенсионни резервни фондове с различен модел на управление, които вече имат традиции в това отношение.

\* \* \*

Подобни фондове съществуват в Белгия, Великобритания, Ирландия, Франция, Норвегия, Канада и др. Създаването им е предизвикано от стремежа на тези страни да изградят предпазен механизъм срещу влиянието на демографските проблеми върху финансовата стабилност на пенсионните системи. Те са гаранция, че правителствата ще могат да поддържат високо равнище на доходите на възрастните.

Белгийският „Силвър фонд” започва действието си от 2001 г. и представлява създаден със закон пенсионен резерв, работещ на капитализационен принцип. Акумулираните средства във фонда към 2005 г. са в размер на 12 млрд евро. Изплащането на пенсии от него започва след 2010 г. Източници за финансиране на фонда са излишъци от държавния бюджет, излишъци от други социални фондове, приходи от продажба на публична собственост, дарения и др., както и приходи от инвестиране на средствата му (разрешени са инвестиции само в ДЦК).

В Словения 1,9% от приходите в пенсионната система се осигуряват от инвестиционен фонд (Kapitalska Druzha), изграден с част от постъпленията от приватизацията на държавните предприятия. В Полша работи Демографски

резервен фонд, който за момента има много малко участие при осигуряването на плащанията в публичната пенсионна система, но се очаква, до 2050 г., той да нарастне до 40% от БВП на страната<sup>1</sup>.

Публичните пенсионни резервни фондове най-общо могат да се причислят в групата на т.нар. „Държавни фондове за благосъстояние” (Sovereign Wealth Funds)<sup>2</sup>, акумулиращи активи, управлявани директно или индиректно от правителството на капиталонатрупващ принцип и обслужващи национални цели. Характеризират се с подпомагане на финансовата стабилност в страната, корпоративно управление и политическа намеса и протекционализъм. Могат алтернативно да бъдат наречени и „финансиращи фондове”<sup>3</sup>. Изграждат се обикновено в период, когато правителството разполага със значителен бюджетен излишък, който може да бъде инвестиран с цел натрупване на резерви, гарантиращи една бъдеща фискална стабилност.

От своя страна, групата на тези фондове се подразделя на два основни вида:

- *Държавни (автономни) пенсионни резервни фондове* (Sovereign Pension Reserve Funds). Те не са част от схема за социална сигурност, а са собственост на правителството. Финансират се чрез директни фискални трансфери.
- *Резервни фондове, собственост на социалноосигурителната система* (Social Security Pension Funds). Причисляването им към групата на Sovereign Wealth Funds се обуславя от специфичните нормативни условия по финансирането на бъдещите разходи на публичната пенсионна система. Някои от тях, обаче, са независими от правителството и балансите им не са част от системата на националните сметки. Те се ръководят от социалноосигурителната институция на страната или от независим публичен орган. Финансират се основно чрез остатъчни приходи от социални осигуровки, неизползвани за плащане на пенсии през текущата година. В някои случаи като приходи постъпват и целеви трансфери от държавния бюджет.

В зависимост от модела на управление, посочените фондове могат да се класифицират в още две групи – с интегриран модел на управление и със сегрегирания модел на управление<sup>4</sup>. *Фондовете с интегриран модел на управление* са подчинени на дадена държавна институция и не са самостоятелни юриди-

<sup>1</sup> Вж.: Славова, З. Белгийският „Силвър фонд”, Бюлетин на НОИ, брой 1/2005, с. 26.; Natali, D. Slovenia. The Reformed Pension System, Research Project „LA METHODE OUVERTE DE COORDINATION (MOC) EN MATIERE DES PENSIONS ET DE L'INTEGRATION EUROPEENNE”, 2004, p. 54.; Statistical Trends in Social Protection Coverage and Public Social Protection Expenditure in Poland, ILO. 2003, p. 136.

<sup>2</sup> Blundell-Wignall, A., H. Yu-Wei, J. Yermo. Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, № 14, 2008, pp.4-5.

<sup>3</sup> Mitchell, O., J. Piggott, C. Cumru. Managing Public Investment Funds: Best Practices and New Challenges, NBER Working Paper 14078, June 2008, p. 9.

<sup>4</sup> Драганов, Д. Коментар по Закона за Държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система. Бюлетин на НОИ, бр. 6/2008. с. 6.

чески лица. *Фондовете със сегрегиран модел на управление* са самостоятелни юридически лица и имат собствено управление.

В табл. 1 са представени данни за публичните пенсионни резервни фондове в някои страни от Организацията за икономическо сътрудничество и развитие.

**Таблица 1**

**Размер на активите на публичните пенсионни резервни фондове в някои страни от ОИСР през 2009 г.**

Вид на фонда	Страна	Име на фонда или институцията	Основан през	Активи		
				Млрд USD	% от БВП	% на нарастване
Социално-осигурителни резервни фондове	Испания	Social Security Reserve Fund	1997	83,4	5,7	4,9
	Канада	Canadian Pension Plan	1997	108,6	8,5	13,8
	Корея	National Pension Fund	1988	217,8	26,1	17,9
	Мексико	IMSS Reserve	-	3,6	0,3	3,3
	Франция(1)	AGIRC-ARRCO	1999	72,4	2,5	-
	Полша	Demographic Reserve Fund	2002	2,3	0,5	64,4
	Португалия	Social Security Financial Stabilisation Fund	1989	13,1	5,7	12,8
	САЩ	Social Security Trust Fund	1940	2540,3	17,9	5,0
	Швеция	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	2000	108,8	27,2	13,2
Япония (1)	Government Pension Investment Fund	2006	1137,7	23,2	-	
Държавни пенсионни резервни фондове	Австралия	Future Fund	2006	51,6	5,9	11,0
	Белгия	Zilverfonds	2001	23,5	5,0	4,4
	Ирландия	National Pensions Reserve Fund	2000	31,0	13,7	38,5
	Нова Зеландия	New Zealand Superannuation Fund	2001	8,3	7,1	-6,7
	Норвегия	Government Pension Fund - Norway	1990	19,0	5,0	32,9
	Франция	Fond de Réserve des Retraites (FRR)	1999	46,3	1,7	20,6
Общо за избраните страни от ОИСР (3)				4467,7	18,6	7,3

- (1) данните са за 2008 г.; липсва информация за процента на нарастване на активите.
- (2) данните са към юни 2009 г.
- (3) среднопретеглени стойности за активите като процент от БВП и процент на нарастване

**Източник:** OECD<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Laboul, A. Pension Fund Assets Struggle to Return to Pre-crisis Levels, OECD, Pension Market in Focus, Issue 7, 2010, p. 12; Yermo, J. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, № 15, 2008, pp 5-6.

Прави впечатление, че голяма част от фондовете вече имат почти 20-годишен опит (а Фондът в САЩ – дори 70-годишен).

Таблицата представя осъзнатата необходимост на страните от такива фондове. За 70 години сумата в американския тръст фонд е достигнала 2540,3 млрд. щ.д. Същевременно, въпреки, че фондът в Япония функционира само от 2006 г., той също е акумулирал внушителни резерви от 1137,7 млрд. щ.д. Следват ги фондовете на Корея, Швеция и Канада. Тук би следвало да включим и Франция, тъй като тя има два резервни фонда (от двата типа). Общата сума, акумулирана в тях е 138,7 млрд. щ.д.

Въпреки, че финансовата криза се отрази негативно на доходността на голяма част от публичните пенсионни резервни фондове през 2008 г., през 2009 г. се забелязва сериозно възвръщане на позициите. Доходността, постигната средно за посочените фондове, за 2009 г. спрямо 2008 г. е 7,3%. Изключение прави само фондът на Нова Зеландия, но там данните не са към декември, а към юни 2009 г. спрямо юни 2008 г. Най-висока е доходността на полския резервен фонд (64,4%), следван от тези на Ирландия (38,5%), Норвегия (32,9%) и Франция (20,6%). Създава се една оптимистична нагласа, че резервните фондове ще могат да противодействат на напрежението в пенсионните системи, породено от демографския фактор.

България също е една от страните, които са изправени пред значителен демографски натиск. Според дългосрочните прогнози на ЕВРОСТАТ, тенденцията е намаляване на общия брой на населението, съпроводено с нарастване на относителния дял на лицата в надтрудова възраст. Очаква се населението на България от 7439 хил. души през 2010 г. да е 5094 хил. през 2050 г. Същевременно броят на лицата над 65 г. се предвижда да се увеличи от 1322 хил. през 2010 г. на 1706 хил. през 2050 г.<sup>6</sup>

В допълнение, съчетаването на коефициента на зависимост (съотношение между броя на пенсионерите и броя на осигурените лица) и коефициента на заместване на доходите (съотношение на размера на получаваната пенсия спрямо доходите преди пенсиониране) води до дългосрочна тенденция на нарастване на разходите в първия стълб на пенсионната система. Конвергентната програма на Република България (2008 – 2011 г.) предвижда нарастване на разходите за пенсии от 9,1% от БВП през 2010 г. на 10,8% от БВП през 2050 г.<sup>7</sup>

Като логичен отговор на проблемите в публичната пенсионна система, освен реформите в нейните параметри, за подпомагане на бъдещата ѝ стабилност се потърси вариант и с изграждането на пенсионен резервен фонд.

За осигуряване на по-високи бъдещи доходи за пенсионерите, с параграф 7, ал. 2 от преходните и заключителни разпоредби към Закона за държавния бюджет на Р България за 2006 г.<sup>8</sup>, се регламентира изграждането към първия

<sup>6</sup> Lanzieri, Giampaolo, Long Term Population projections at National Level, Eurostat, Statistics in Focus 3/2006.

<sup>7</sup> Република България – Конвергентна програма (2008-2011 г.), ноември 2008, с. 63.

<sup>8</sup> Закон за държавния бюджет на Република България. ДВ, бр. 105/2005, изм. ДВ, бр. 33/2006.

стълб в пенсионната система на т.нар. „Държавен фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система” (ДФГУДПС).

**Самият Закон за устройството и управлението на фонда, обаче, се забави с почти две години.** Той влезе в сила на 14 ноември 2008 г.<sup>9</sup> С него се създаде правната регламентация на статута и дейността на Фонда. Изпълнението на Закона е възложено на министъра на финансите.

Съгласно посочените по-горе класификации, ДФГУДПС може да бъде характеризирани като *автономен фонд с интегриран модел на управление*.

Фондът функционира като самостоятелно обособена част от централния бюджет, а средствата са част от фискалния резерв. Те се съхраняват в специално открита на името на фонда депозитна сметка в БНБ и се управляват от Министерството на финансите на капитализиращ принцип. Целта на създаването на ДФГУДПС е подпомагане и гарантиране на устойчивостта на държавната пенсионна система. Предвидено е в него да се заделят определени допълнителни или извънредни приходи от държавния бюджет за период не по-малък от 10 години, които да се инвестират и да носят допълнителна доходност. Идеята е набраният по фонда ресурс да помага за намаляване на натиска върху държавните пенсионни разходи и ограничаване нивото на вътрешния пенсионен дълг при влошени демографски условия. За целта е много важно правилното му управление.

Законът за държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система регламентира фондът да се управлява от управителен съвет, състоящ се от председател и 8 членове. **Назначението на управителния съвет на Фонда също се забави и то с почти четири години.** УС беше назначен с Решение № 416 на Министерския съвет от 2010 г., изменено с Решение № 729 на Министерския съвет от 2010 г. Първото заседание на управителния съвет беше на 07.10.2010 г.

Постъпленията във Фонда се регламентират всяка година с Преходните и заключителни разпоредби на Закона за държавния бюджет на страната, постановления на Министерския съвет, решения на НС и Закона за ДФГУПС. Средствата за финансиране се набират от приходи от приватизационни сделки, лицензионни такси, реализирания бюджетен излишък и от фискалния резерв.

Първият трансфер е на 31.05.2007 г., когато в него са постъпили 25% от приватизационните приходи и 50% от икономии в разходите на републиканския бюджет за 2006 г. – общо 211,8 млн. лв. На 23.05.2008 г. във Фонда постъпват превишението на отчетения към 31.12.2007 г. излишък по Консолидираната фискална програма над 3% от БТВ за 2007 г. и 50% от икономии на разходите на републиканския бюджет за 2007 г. След влизане в сила на последните изменения на Закона за приватизация и следприватизационен контрол, от 22.07.2008 г., във Фонда се трансферират и 90% от паричните постъпления от приватизация. Общо трансферът от Централния бюджет е 841,5 млн. лв. През 2009 г. в трансфера на средства към Фонда влизат 25% от бюджетния излишък за 2008 г.,

<sup>9</sup> Закон за държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система. ДВ, бр. 98/2008.

приходи от концесии (отчетени по Републиканския бюджет и по бюджета на МФ) и 90% от отчетените за 2008 г. постъпления от приватизация, намалени със сумата на отчисленията за фонда – общо 540,0 млн. лв. През 2010 г. трансферираните средства включват приходи от концесии, отчетени по Републиканския бюджет за 2009 г. и приходи от приватизация. През тази година (2010 г.) общият трансфер от Централния бюджет към Гаранционния фонд е само 57,2 млн. лв. (и то само за първо и второ тримесечие на годината. През третото и четвъртото тримесечие трансфери няма.)

Изменението на приходните потоци за периода 2007 – декември 2010 г. е представено в табл. 2.

Таблица 2

**Източници на средства на Държавния фонд за гарантиране  
устойчивост на държавната пенсионна система  
(млн. лв.)**

За периода Източници	2007 г.	2008 г.	2009 г. – в това число:					2010 г. – в това число:				
			общо	I-во три- мес.	II-ро три- мес.	III-то три- мес.	IV-то три- мес.	общо	I-во три- мес.	II-ро три- мес.	III-то три- мес.	VI-то три- мес.
Източници - общо	216,1	858,2	549,0	83,8	429,5	1,9	33,8	60,3	0,6	57,7	0,6	1,7
Трансфер от центр. бюджет	211,8	841,5	540,0	80,8	424,0	1,5	33,7	57,2	0,2	57,0	0,0	0,0
Лихви по депозити	4,3	16,7	9,0	3,0	5,5	0,4	0,1	3,4	0,4	0,7	0,6	1,7

**Източник:** Министерство на Финансите<sup>10</sup>

Най-голям е трансферът през 2008 г. Това е свързано с промяната в Закона за приватизация и следприватизационен контрол, според която във фонда започват да се превеждат не 50, а 90% от приходите от приватизация. След 2008 г. размерът на трансферите намалява. За това може да се намери обяснение. От една страна, основната част от държавното имущество вече е приватизирана, което обуславя снижението в размера на този приходоизточник. От друга страна, като причини могат да се посочат финансовата криза и проявилата се в страната рецесия. Те рефлектират в намалени приходи на Републиканския бюджет и липса на възможност за реализиране на бюджетен излишък.

<sup>10</sup> Министерство на Финансите. Отчетни данни за Сребърния фонд към декември 2009 г. и към декември 2010 г. – [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)

Но въпреки, че общата акумулирана сума нараства, приходите от лихви са все по-малко.

За 2007 г., върху 211,8 млн. лв., лихвите са 4,3 млн. лв., което е доходност около 2,03%. За 2008 г., върху общо 1057,6 млн. лв. (216,1 + 841,5), лихвите са 16,7 млн.лв., което е доходност от около **1,58%**. За 2009 г., върху общата сума до момента – 1614,3 млн. лв. (1057,6 + 16,7 + 540,0), лихвите са още по-малко – само 9 млн. лв., което е доходност от около **0,56%**. Недоумение буди информация, публикувана на страницата на Министерство на финансите: „**За сумата от 1586,0 млн. лв. са открити депозитни сметки в БНБ при лихвен процент на централната банка към 30.09.2009 г. – 0,00%**”<sup>11</sup>. За 2010 г. върху общата сума до момента – 1680,5 млн.лв. (1614,3 + 9 + 57,2), лихвите са 3,4 млн.лв., което е доходност от около 0,2%. Очевидно е, че вложенията се правят при все по-нисък лихвен процент, което е в противоречие с политиката за управление на такъв фонд.

За да се постигнат набелязаните цели, и като се има предвид важната роля, която фондът ще играе в публичната пенсионна система, е необходимо натрупване на значителен финансов ресурс и осигуряване на пълна прозрачност и строг контрол при управление на средствата. Процесът на приватизация в страната е почти приключен, а и не се знае в какви размери ще са реализираните бюджетни излишъци в бъдеще. Затова е необходимо да се търсят по-широки възможности за инвестиции, носещи значително по-висока доходност.

Такава е ситуацията в разглежданите резервни фондове (табл. 3)

Таблица 3

**Диверсификация на активите на някои публични  
пенсионни резервни фондове от ОИСП през 2007 г.  
(в% от общата алокация на активите)**

Вид на фонда	Страна	Акции	Облигации	Парични депозити	Недвижима собственост	Алтернативни инвестиции	Други
Социално осигурителни резервни фондове	Испания	-	100,0	-	-	-	-
	Канада	57,9	28,3	0,1	6,8	6,9	-
	Корея	13,7	83,2	0,3	-	2,5	0,3
	Португалия	20,8	70,1	2,2	3,6	-	3,3
	САЩ	-	100	-	-	-	-
	Франция	64,5	33,5	1,2	-	-	0,8
	Швеция	53,1	38,7	1,1	-	3,8	3,3
Япония	37,3	62,7	-	-	-	-	

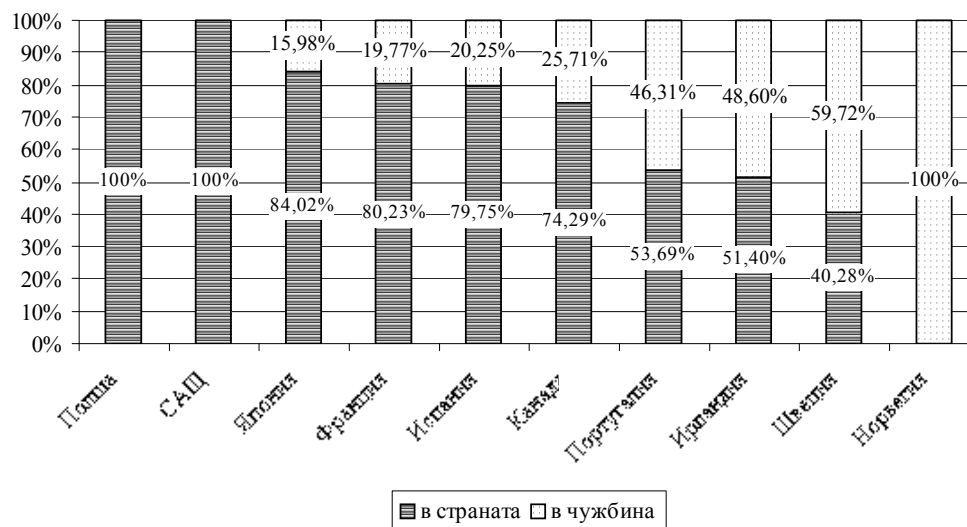
<sup>11</sup> Отчетни данни за сребърния фонд към септември 2009 г. – [www.minfin.bg/bg/page/513](http://www.minfin.bg/bg/page/513)

Държавни пенсионни резервни фондове	Австралия	25,6	-	72,8	-	-	1,6
	Дания	0,7	26,4	67,0	-	-	5,9
	Белгия	24,2	62,9	9,5	-	-	3,4
	Ирландия	72,3	16,7	4,4	1,4	4,5	-
	Нова Зеландия	59,9	17,3	-	6,9	10,8	5,1
	Норвегия	48,3	51,3	0,4	-	-	-

*Източник: OECD<sup>12</sup>*

Само в Испания и САЩ липсва диверсификация на активите – вложенията са 100% в облигации. Но ако направим сравнение с табл. 1, ще забележим, че това са и едни от страните с най-нисък процент на нарастване на активите за посочения период. Във всички останали посочени страни активите са инвестирани в различно съотношение в акции, облигации, парични депозити, недвижима собственост и други варианти.

Един също много важен аспект в стратегията за алокация на активите е решението дали те всички да бъдат инвестирани в страната или е разрешено тяхното допълнително диверсифициране чрез инвестиране в чужбина. На фиг. 1



**Фиг. 1. Разпределение на инвестициите на някои резервни пенсионни фондове в страната и в чужбина (2007 г.)<sup>13</sup>**

<sup>12</sup> Blundell-Wignall, A., H. Yu-Wei, J. Yermo. Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, № 14, 2008, p. 11.

<sup>13</sup> Public Scheme Reserve Funds: Helping Sustain PAYG Pensions, Survey Report of International Social Security Association, 2007, pp. 16-17.



са показани различни варианти. В единия край на скалата са резервните фондове на САЩ и Полша, които инвестират само в страната. Обратно на тях е фондът на Норвегия, чиито инвестиции са изцяло в чужбина.

При едно сравнение с табл. 3. се вижда, че повечето от фондовете, инвестиращи в чужбина са от типа „Социалноосигурителни резервни фондове”, т.е. от тези, които не са на директно подчинение на правителството, а на самата осигурителна институция. Очевидно различните решения на инвестиране вътре или извън страната зависят от няколко фактора:

- управление от специализирани институции, независими от правителството, които да се фокусират върху управлението и инвестирането на активите, и които имат капацитета да изследват и анализират потенциални възможности за инвестиции в чужбина;
- използване на гъвкави регулации по отношение на вида и обхвата на активите, в които се инвестира;
- значителна наличност на парични средства, които да инвестират, и съответно широка възможност за диверсификация в чуждестранни ценни книжа (според изискванията на закона);
- възможно най-малък политически натиск за инвестиране в национални активи (главно държавни ценни книжа), заради липса на директна връзка между резервния фонд и схемата на финансиране на други правителствени проекти.

В България необходимостта от диверсификация на инвестиционните портфейли също е заложена в Закона за държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система. Съгласно чл. 1, ал. 3 от Закона, за постигане на по-висока доходност активите на фонда трябва да се инвестират в инвестиционни портфейли по реда на този закон. Принципите, при които трябва да се управляват инвестициите са надеждност, доходност, ликвидност и диверсификация. **Но някои от тях (доходност и диверсификация) не се спазват.** В инвестиционната дейност на ДФГУДПС са заложени следните ограничения<sup>14</sup>:

- депозити в БНБ – без ограничения;
- депозити в банки – не повече от 20 на сто;
- акции на дружества емитенти от държави-членки на ЕС – до 70 на сто;
- акции на дружества емитенти от трети държави – до 30 на сто;
- (И в двата случая, обаче, акциите трябва да са приети за търговия на регулирани пазари на ценни книжа или да са търгувани на многостранни системи за търговия, както и да имат присъден от международно призната агенция кредитен рейтинг за дългосрочните си задължения).
- облигации и други дългови ценни книжа, имащи присъден от международно призната агенция кредитен рейтинг от инвестиционен клас – до 30 на сто;
- инструменти на паричния пазар – до 10 на сто;
- други прехвърляеми ценни книжа, даващи право за придобиване на акции – до 10 на сто от средствата.

<sup>14</sup> Закон за държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система, ДВ, бр 98/2008, чл. 13.

Въпреки посочените нормативни параметри, в България активите на Фонда са само на депозитни сметки в БНБ (табл. 4).

Таблица 4

**Инвестиционни инструменти на Държавния фонд за гарантиране  
устойчивост на държавната пенсионна система  
(млн. лв.)**

Депозити към края на периода (с натрупване) по:	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
<b>Банки:</b>	<b>216,1</b>	<b>1074,3</b>	<b>1623,3</b>	<b>1683,9</b>
БНБ	216,1	1074,3	1623,3	1683,9
Други банки	-	-	-	-
<b>Инструменти за управление:</b>	<b>216,1</b>	<b>1074,3</b>	<b>1623,3</b>	<b>1683,9</b>
Депозити	216,1	1074,3	1623,3	1683,9
Други	-	-	-	-
<b>Вид валута</b>	<b>216,1</b>	<b>1074,3</b>	<b>1623,3</b>	<b>1683,9</b>
Лева	216,1	1074,3	1623,3	1683,9
Валута (левава равностойност)	-	-	-	-

*Източник: Министерство на финансите<sup>15</sup>*

Ясно е, че до сега, практиката на инвестиране се разминава с предвиденото в Закона за ДФГУДПС. Законът, освен диверсификация на инвестиционните портфейли, залага и на широки възможности за инвестиране в чужбина – в държави-членки на ЕС и трети държави. Но средствата на Фонда стоят само на депозитни сметки в БНБ и то при много ниска норма на доходност (както видяхме по-горе). Това е една твърде консервативна политика на управление. Тя донякъде е оправдана от гледна точка защита срещу икономическата криза в България, но, от друга страна, след 2009 г. вече съществуват възможности за доходноносни инвестиции в други европейски страни. Дори и едно влагане на 20 на сто от ресурсите по срочни годишни депозити в български банки, може да им донесе доходност от 7-8% годишно.

На заседание на УС на Фонда от 26.11.2010 г., е взето решение средствата му да бъдат вложени на срочни депозити (за два, три и шест месеца) в БНБ. Към края на 2010 г. те са на безсрочни депозити и носят доходност от 0,11-0,15

<sup>15</sup> Министерство на Финансите. Отчетни данни за Сребърния фонд към декември 2010 г. – [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)

на сто, а с този план се очаква доходността да се повиши до 0,35 на сто на годишна база. Това е някакъв вариант за повишаване на доходността, но все още в твърде недостатъчни параметри..

Съществува предложение и за промяна в закона, която да разреши инвестиране на Българска фондова борса. Идеята е да се подпомогне стабилността на българския капиталов пазар. Като имаме предвид, обаче, че той все още не е достатъчно добре развит и в страната не са преминали всички ефекти на финансовата криза, това може да доведе до рискови вложения и насочване на средствата към недостатъчно доходни инвестиции. Към м. октомври 2010 г. стойността на всички акции, търгувани на борсата е 10,6 млрд. лв. Съществуват опасения на анализатори, че навлизането на Фонда на БФБ с 1,6 млрд. лв. може да доведе до „балон на цените”<sup>16</sup>. Не може да бъде подмината и опасността от появата на лобизъм или корупционен натиск.

Ролята на резервния фонд не е да подпомага стабилността на капиталовия пазар, а единствено тази на публичната пенсионна система. Затова, от гледна точка на голямото му значение за бъдещата устойчивост на пенсионното осигуряване, е по-целесъобразно залагането на инвестиции на чужди капиталови пазари. В крайна сметка, един от водещите принципи, освен доходността, е и сигурността.

Повечето страни изискват резервния фонд да има писмено изложение на инвестиционната си политика, което периодично да бъде разглеждано. То трябва да обхваща минимум следните критерии:

- стратегическото разпределение на активите (основните класове активи);
- степента, до която може да се използват външни мениджъри и как те да бъдат определяни и наблюдавани;
- до каква степен и как ще бъде следвано инвестиционното управление на активите;
- критериите за преценка на дейността на резервния фонд и различните портфолио компоненти.

Очевидно е, че българският гаранционен фонд се нуждае от ясно дефиниране на мисия и измерими цели, които да очертаят неговото ефективно управление и да повишат отговорността на управляващото тяло. Всеки резервен фонд изисква специфична инвестиционна цел, която обикновено се дефинира като норма на възвръщаемост (и обвързан с нея риск) за определен времеви хоризонт. Въпреки, че чл. 23. от Закона за ДФГУДПС регламентира наличието на дългосрочна инвестиционна стратегия на фонда, която ежегодно да се актуализира, такава все още не е публикувана.

Като обобщение на изложеното до тук, може да се каже, че причините за текущото състояние на българския гаранционен фонд са:

- влиянието на финансовата криза върху икономиката на страната, доходите на населението и бизнеса, и приходите на държавния бюджет;

<sup>16</sup> „Дянков иска Сребърния фонд да инвестира в България”. В-к Дневник, 07 октомври 2010.

- забавянето в изграждането на нормативна рамка и управленска структура (Фондът функционира почти 2 години без закон за устройството му и почти 4 години без управителен съвет);
- пасивното управление на активите му – липса на диверсификация и вложения с ниска доходност.

Като възможности за подобряване на финансовото му управление могат да се предложат:

- създаване на политическа независимост на фонда, т.е. преминаване на управлението му към НОИ или към специално създаден за целта независим публичен орган;
- разширяване на инвестиционния спектър в съответствие с нормативната уредба – срочни депозити, акции на дружества-емитенти от ЕС или трети страни и други ценни книжа или инструменти, посочени в Закона за ДФГУДПС;
- разработване на дългосрочна инвестиционна стратегия за финансово управление на активите и конкретни измерения за норма на доходност, очакван риск и др. в краткосрочен и дългосрочен период.

Тъй като предназначението на резервните фондове по принцип е да подпомогнат посрещането на бъдещи пенсионни задължения, съществува необходимост от ясно декларирани цели, формирани чрез актуерни изчисления за бъдещите парични потоци на социалноосигурителната система.

Разбира се, изграждането и функционирането на ДФГУДПС не е единствената гаранция за преодоляването на бъдещите проблеми в публичното пенсионно осигуряване. За целта са необходими още реформи, свързани със задълженията и правата на лицата, очакващи пенсионни обезщетения. Но при всички положения Фондът има своето важно място в системата като един буфер, подпомагащ нейни бъдещи сътресения. Наличието на сребърен фонд означава дългосрочен ангажимент по провеждане на политика, насочена към осигуряване на дългосрочна стабилност в публичната пенсионна система. Затова неговото управление трябва да е максимално ефективно, прозрачно и с ясни правила и отговорности.

## THE BULGARIAN RESERVE PENSION FUND - OBJECTIVES AND TRENDS

Chief Assist. Prof. Dr Hristina Blagoycheva

### Abstract

The article offers a study of the administration of the Bulgarian State Fund For Ensuring The Stability Of The State Pension System (SFESSPS). The fund has been functioning since 2007 in response to the demographic crisis and in order to ensure the future stability of public pension costs in Bulgaria. In 2008 there came into force the Law of SFESSPS, according to which after 2018 the capital accumulated in the fund may already serve as a buffer for the shocks in our public pension system.

There is made a comparison between the management of public pension funds in some OECD countries and that of Bulgaria. The practice of the majority of pension funds around the world is flexible management, diversification of investment portfolios and the achievement of high yield. Currently in Bulgaria there is observed passive management of assets, lack of diversification and unduly low profitability. Having in mind the significance of the fund, there is proposed a change in the way it is being administered.

## **БОЛГАРСКИЙ РЕЗЕРВНЫЙ ПЕНСИОННЫЙ ФОНД – ЦЕЛИ И ТЕНДЕНЦИИ**

**Гл. асс. д-р Христина Благойчева**

### **Резюме**

В статье исследуется управление болгарским Государственным фондом гарантии устойчивости государственной пенсионной системы (ДФГУДПС). Фонд действует с 2007 года в ответ на демографический кризис и с целью обеспечения будущей стабильности публичных пенсионных расходов в Болгарии. В 2008 году вступил в силу Закон о ГФГУПС, согласно которому после 2018 года средства, накопленные по фонду, должны уже служить буфером, предохраняющим от сотрясений в публичной пенсионной системе.

Проводится сопоставление управления публичными пенсионными резервными фондами в некоторых странах ОЭСР и фонда Болгарии. Практика большинства пенсионных резервных фондов в мире состоит в гибком управлении, диверсификации инвестиционных портфелей и достижении высокого дохода. В Болгарии на настоящий момент наблюдаются пассивное управление активами, отсутствие диверсификации и неоправданно низкие доходы. С учетом важного значения фонда предложено изменение способа его управления.