

Д-р Иванка Данева

ПРИНЦИПИ ЗА РЕГУЛИРАНЕ ИНВЕСТИЦИИТЕ НА ПЕНСИОННИ ФОНДОВЕ

Регулирането на инвестициите на пенсионните фондове е разгледано като елемент от цялостното регулиране на дейността им. Характеризирани са различните аспекти на основните принципи, които са в основата на инвестиционните рестрикции – принципът за благоразумно инвестиране и принципът на количествените ограничения. От тази позиция е анализирана законовата регламентация в България, като е аргументирана тезата за необходимостта от нейното изменение. Въз основа на кратък анализ на нашата регулаторна практика са очертавани някои нерешени проблеми.

JEL: J26; F21

Обща черта на пенсионните фондове и на другите финансови институции е, че са обект на регулиране, целите и интензивността на което при частните пенсионни схеми варират между отделните страни.¹ Множество са макроикономическите фактори, поради които пенсионните схеми се регулират. Двете главни сфери на тяхното влияние са капиталовите пазари и трудовия пазар.

В общата регулаторна рамка на пенсионните фондове особено важно място заемат нормите, свързани с инвестициите, тъй като те съставляват активите на фондовете. Основните направления на регулацията на портфейлите са правилата за ограничаване на всеки финансов клас инвестиция и правилата за оценка на всеки вид инвестиция.

Регулация на инвестициите на пенсионни фондове

Исторически погледнато, основната цел на инвестиционното регулиране е защитата на интересите на участниците в пенсионните фондове, което означава сигурност и инвестиционна възвръщаемост на техните средства. Постигането на тази основна цел обикновено се съпровожда с редица конкретни решения. Тъй като пенсионните схеми представляват важен дял от пазара на ценни книжа (главно от пазара на акции и облигационния пазар), някои правителства насочват понякога инвестициите на частните пенсионни схеми към капиталовия пазар или обратното, ограничават достъпа им до финансовите пазари с оглед

¹ Вж. *Davies, E. P.* Pension Funds: Retirement Security and Capital Markets – an International Perspective. Oxford University Press, 1995, p.91-125; *Dikinson, G. M.* Regulation of the Investment Policies of Insurance Company in the OECD. – In: Policy Issues in Insurance. OECD, Paris, 1993, p. 205-255; OECD. Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies. Comparative Tables on Private Pension Schemes. 2001; OECD. Survey of investment Regulation of Pension Funds. March 2006.

предпазване на инвестиционните им портфейли от нежелано неблагоприятно въздействие от страна на капиталовия пазар. Това насочване на потока от инвестиции е приело различни форми:

- да се гарантира, че националните спестявания са инвестирани в националната икономика, а не в чужбина;
- да се стимулират инвестициите на конкретен сегмент на вътрешния капиталов пазар, например инвестиции в малки или непублични компании;
- да се стимулират инвестиции в държавни ценни книжа и в проекти, които държавата смята за важни и др.

Посредством законови ограничения може да се дестимулира прекомерното инвестиране на пазара на недвижими имоти. Предпоставка за ефективност от инвестиционното регулиране е постигането на основната цел и подцелите на даден етап.

От гледна точка на перспективите на членовете на пенсионните схеми регулацията на инвестициите на администрираните от компаниите пенсионни схеми има два основни аспекта. *Първо*, да се осигури с висока степен на вероятност, че предлаганите пенсии ще съответстват на договорените обещания. Такова регулиране се фокусира главно върху оценката на бъдещата финансова платежоспособност на пенсионните схеми и наличието на резерв в случай на неплатежоспособност. *Второ*, да се осигури адекватно на задълженията инвестиционно портфолио. Регулаторната тежест може да повлияе негативно на доброволното осигуряване за частни пенсии и да намали конкурентоспособността на компаниите, когато професионалните пенсии са задължителни. По отношение на пенсионните фондове съществува ясно разграничение между нормативните изисквания за пенсионните схеми с определени пенсии, от една страна, и пенсионните схеми с определени вноски, от друга. Причината за това е, че първите гарантират равнище на пенсионни плащания и това ги прави сходни с животозастрахователните компании, а вторите наподобяват взаимните фондове.

От тази гледна точка инвестиционните изисквания трябва да отразяват и задълженията, които инвестициите се очаква да покрият, т.е. да се прилага подход, интегриращ институционалните и функционалните характеристики на пенсионните фондове. На практика този интегриран подход е най-широко залегнал в прилаганите инвестиционни регулации в повечето държави от Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) и в редица страни извън нея.

Принципи на регулиране

В областта на инвестициите най-общо може да се каже, че има два алтернативни регулативни принципа: “правила за благоразумно инвестиране”, които съчетават диверсификацията на портфейла и обвързването на активите със задълженията, и “количествено регулиране на портфейлите”, което ограничава 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*. Опитът на редица страни както от ОИСП, така и извън нея показва наличие на известна градация между двата подхода, а не поляризирането им.

Правилата за благоразумно инвестиране² са качествени по природа и следователно подлежат на интерпретация, което затруднява тяхното приложение. Те са основни направления, в рамките на които трябва да се провежда инвестиционната политика. Процесът на извършване на инвестиция е ключовият тест за разумност, като е жизненоважно с “дължимо старание” да се разпределят стратегическите активи при всяка тяхна промяна или вариация, като предварително трябва да са обявени инвестиционните принципи.

Правилото за разумния човек е идея, при която инвестициите се правят така, че да се смята, че с тях се борави по един “разумен начин” (както някой би направил при ръководенето на собствените си средства). Целта е чрез адекватна диверсификация да се предпазят бенефициентите от неплатежоспособност на спонсора (при професионалните пенсионни схеми) и инвестиционни рискове. За дългосрочните институции правилото за разумния човек се съпровожда по естествен начин с техники по управление на пропорцията актив/пасив.

Подходът на разумния човек е стандарт, който измерва линия на поведение, а не резултат от инвестирането. Затова тези правила често се придружават от подразбиращо се или изрично предположение, че диверсификацията на инвестициите е ключовият индикатор за разумност. Правилото за разумния човек позволява опериране на капиталовия пазар по време на целия инвестиционен процес, заедно с ограниченията за платежоспособност, така че да е налице адекватност на активите при подходящи равнища на риск. Правилата за разумно инвестиране улесняват

² Правилото на “благоразумния човек”, което се прилага от повечето институционални инвеститори в света, е постановено за пръв път от съдията от САЩ, щата Масачузетс, Самуел Путман през 1830 г. В края на XVIII век това правило се интерпретира в смисъл, че тръстовете не трябва да спекулират и да влагат средства в инструменти, които могат да загубят от стойността си. През 1850 г. в повечето щати на Северна Америка има списъци с разрешени и неразрешени инструменти. От 1950 г. обаче концепцията за благоразумието включва и изискването да се взема под внимание рискът и възвръщаемостта на портфейла и необходимостта да се диверсифицират инструментите, вместо регулацията да се фокусира върху риска и възвръщаемостта на всеки един инструмент. Етап в развитието на принципа за благоразумно инвестиране е приетият в САЩ Закон за изискванията към благоразумния инвеститор през 1994 г. В него освен благоразумност на професионалните инвеститори, мониторинг, своевременно изменение на инвестициите, лоялност и инвестиране в интерес на бенефициентите се посочва и необходимостта от по-голямо внимание върху социалната отговорност при инвестирането (вж. по-подробно *Hammer, B. Pension Funds and Socially Responsible Investment: The State of the Game. OECD, February 2005*).

избора на финансови активи и позволяват провеждане на инвестиционна политика, следваща промените в задълженията и в капиталовия пазар.

При "благоразумното регулиране" тежестта в корпоративното управление не е върху рестрикциите, а върху вътрешния контрол. Прилагането на този подход налага засилен надзор от страна на регулатора и по-детайлно разкриване на информация по инвестициите. Регулаторните органи изискват информация, без да се съсредоточават върху състава на портфолиото на актива, както това е при прилагане на количествените ограничения. Поради необходимостта от по-голяма прозрачност на дейността от особена важност е и разкриването на информация относно вътрешното разпределение на отговорността при вземането на инвестиционните решения и конкретната практика при управлението на активите.

Този принцип се прилага комплексно в САЩ и Великобритания, поради което неговото развитие може да бъде проследено въз основа на практиката на тези страни. Ключовите му характеристики в тях са разделност на активите, законови задължения, обща законова база на правилата, разкриване на информация, дължима грижа при управлението, задължения за мониторинг и лоялност, диверсификация. Други държави, които прилагат разновидности на благоразумния принцип на инвестиране, са Австралия, Канада, Ирландия, Италия, Япония и Нидерландия. Практическото прилагане на този подход има своите отличителни черти и развитие във всяка отделна страна.³

Поради динамизма на капиталовия и на пенсионния пазари промяната на инвестиционните регулации на пенсионните фондове е насочена към благоразумно инвестиране.⁴ Това е очевидно за страните от Европейския съюз, САЩ и Канада. Правилата за благоразумно инвестиране се изменят с течение на времето, и то в посока към отчитане на характерните особености и размера на задълженията на пенсионните фондове.

Количественото ограничение към портфолиото е количествената граница на притежанието на даден клас активи. По традиция се ограничават притежанието на инструменти с висока ценова променливост и/или ниска ликвидност. За пенсионните фондове често има ограничения спрямо инвестирането на средствата на фонда в активите на финансиращото предприятие (при професионалните пенсионни схеми) с оглед непосредствена защита срещу риска от неплатежоспособност на спонсора и възникването на конфликти на интереси.

Логиката на количественото ограничение е, че разумността се равнява на сигурност, а сигурността на активите се измерва инструмент спрямо

³ Вж. по-подробно *Galer, R.* Prudent Person Rule. Standard for the Investment of Pension Fund Assets. OECD, 2002, p. 45-54.

⁴ *Buessing, M. and M. Soto.* The State of Private Pensions: Current 5500 Data. February 2006, N 42, p. 2-3.

инструмент според определен стандарт.⁵ Акцентът се поставя върху вида на самата инвестиция, количественото съотношение между стойността на инвестициите от определен клас и общия обем на активите и т.н.

Като правило общият риск на портфолиото на пенсионния фонд не трябва да излиза извън определено равнище. Количествената гледна точка на разумността изразява концепцията, че при самото инвестиране се тества дали решението е/не е било разумно *по това време*. Моделът ефективно тества инвестиционната категория, класа активи и инвестиционната възвръщаемост. Подобно количествено ограничение при разпределението на портфолиото влече след себе си ограничения за притежанието на активи с относително променлива номинална възвръщаемост, ниска ликвидност или висок кредитен риск. Целта е да се предпазят бенефициентите от неплатежоспособност на спонсорите и инвестиционните рискове, като се осигури адекватната диверсификация на активите. Същевременно не е необходимо разрешение за инвестиране във финансови инструменти, които са отрицателно корелирани. Целта на тези количествени ограничения е да се гарантира адекватна диверсификация на портфолиото.

Видовете прилагани инвестиционни ограничения по отношение на инвестиционния избор могат да се класифицират в няколко категории.⁶

Първо, изчерпателен списък с одобрени класове от финансови активи, в които могат да бъдат вложени средствата на пенсионните фондове. Смята се, че тези одобрени или възможни инвестиции имат приемливо равнище на риск от неплащане и ликвидност. Някои страни имат по-рестриктивна листа от ликвиден риск. Обикновено горна граница се поставя за некотиранни ценни книжа, нискокачествени корпоративни облигации и за някои класове чуждестранни инвестиции. В други държави има минимум на класовете от инвестиции, притежаващи нисък риск, обикновено държавни ценни книжа или висококачествени облигации. През последните години обаче се наблюдава отмяна на тези минимални граници.

Второ, максимална граница на частта от общите активи или инвестиции, които могат да бъдат вложени в единична инвестиция. Тези горни граници обикновено се прилагат при инвестиции в една компания или в един недвижим имот в паралелна компания.

Трето, рестрикции по отношение адекватното матуритетно свързване на активите и задълженията. Това изискване рядко съществува, защото е комплексно и е трудно да се детайлизира в закон. Независимо дали е формализирано обаче, то е отговорност на регулаторите, тъй като разминаването между активи и задължения е най-непосредствено свързано с

⁵ Goldman, R. The development of the prudent man concept in relation to pension funds. - Journal of Pension Management, 2000, 6 (3), p. 219-224.

⁶ Вж. по-подробно OECD. Survey of Investment Regulations of Pension Funds. March 2006; Yermo, J. Survey of Investment Regulations of Pension Funds. OECD, November, 2003; Survey of Investment Regulations of Pension Funds. OECD Secretariat, 2000.

инвестиционния риск на пенсионния фонд. При капиталовите схеми мониторингът на матуритетната връзка активи-задължения може да е систематичен и да се анализира, докато при схемите с определени пенсии може да се изисква равнище на финансиране, което е по-ниско от договорените обещания от спонсора.

Четвърто, изискванията относно валутата на активите и задълженията, т.е. минимален процент от активите, които могат да се инвестират във валутата, в която ще се заплащат задълженията (т.нар. валутно съответствие). Тези изисквания са независими от лимитите за инвестиции в чужбина, които са част от вижданията за инвестиционния риск. Те са свързани с валутния риск, особено когато валутата, в която са инвестициите може да се обезцени към датата, на която задълженията трябва да се изплатят.

Пето, регулации, свързани с използването на финансовите деривативи при управление на активите. С развитието на дериватите, свързани с акции, облигации и валута, повечето регулаторни системи се адаптират за прилагането им, но при спазване на конкретни изисквания. Дериватите по принцип са полезен начин за намаляване на инвестиционния риск и средство за ограничаването му при нарастването на цените на пазара на акции и облигации, когато се придобиват нови ценни книжа или при падащи пазарни цени на вече притежавани активи. Стриктни рестрикции са установени за пенсионните фондове за използване на дериватите за търговия или за спекулативни цели. В по-голямата част от системите за регулиране подписването на опционни договори подлежи на специално рестрикция, защото при тях няма граница за потенциалните загуби. Надзорните институции имат също рестрикции по отношение на кредитоспособността на доставчиците на деривативи на извънборсовия пазар и за осигуряването на адекватно диверсифицирани източници на доставка.

Прилагането на количествени ограничения има своите определено слаби страни. Една от тях е, че не се изисква отчитане на точната продължителност на пасивите на пенсионните фондове (които могат да се отличават значително както между фондовете, така и между различните периоди за един и същ пенсионен фонд) и свързаните с това необходими промени за ограничаване на риска. В случаите, когато се налага адаптиране на инвестиционния портфейл, ограниченията могат да затруднят или да направят невъзможни подходящите имунизации на портфейла или прилагането на други управленски техники за съвпадане на матуритета на активите с продължителността на пасивите.

Рестрикциите на портфолиото на пенсионните фондове се отнасят за целия портфейл. От гледна точка на оптимизирането на взаимовръзката риск/възвръщаемост количествените рестрикции с голяма вероятност могат да наложат формиране на портфолио под ефективната граница, тъй като те по принцип включват по-високо относително участие на облигации и местни активи.

Съществена слабост на принципа на количествените ограничения е съсредоточаването върху риска и ликвидността на индивидуалните активи, без да се взема предвид фактът, че на равнище портфолио рискът от неизпълнение на задължение и ценова променливост може да се намали чрез диверсификация, защото в крайна сметка ликвидният риск на портфейла зависи не от ликвидността на всеки отделен инвестиционен инструмент, а от общата ликвидна позиция на портфейла.

Тъй като обикновено за изменение на количествените рестрикции е необходима законодателна промяна, това обективно означава, че те не могат да бъдат своевременно адаптирани към променящите се икономически условия, към движенията на цените и доходността на отделните активи. Възможен е например спад в инфлацията, която ще намали печалбите от облигации под гарантираността на плащанията, направени в период на висока инфлация. В този случай по-диверсифицираното портфолио с повече реални активи е можело да предложи по-добра защита. Количествените лимити могат да затруднят приспособяването към настъпилите структурни промени на финансовите пазари - например при намаляване доходността на издадени и гарантирани от държавата ценни книжа за сметка на развитието на пазарите за корпоративни облигации.

Ако количествените граници се налагат стриктно, те могат да принудят управляващите инвестиционни портфейли да държат рискови активи под разрешената пропорция с цел избягване на нарушаването им при нарастване на цените на активите. В противен случай те ще са принудени да ги продават при "повишаващ" се пазар, което очевидно не е разумно пазарно поведение. 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.

При недостатъчно развити капиталови пазари посредством въвеждането на съответните количествени ограничения пенсионните фондове определено се използват като средство за финансиране на бюджета, което е в разрез с правилата за разумно инвестиране.

Количественото регулиране на инвестициите намалява степента, до която ползите от диверсификацията на международните инструменти могат да бъдат постигнати. Законовите възможности за международно инвестиране са особено важни за страни с малък и недиверсифициран капиталов пазар. Ако институциите са ограничени само до вътрешните пазари, те могат да бъдат "осъдени" на нежелан разнообразен риск, вкл. големи макроикономически рискове, възникващи от "асиметрични шокове" спрямо вътрешната икономика, които биха могли да се избягнат.

Инвестиционните ограничения по отношение на местните активи могат да изглеждат подходящи в един малък вътрешен капиталов пазар, където има висока нестабилност и недиверсифицируем риск от вложения в акции с

оглед адекватна диверсификация и ликвидност на портфейла, но с разширяването и задълбочаването на капиталовия пазар намалява нуждата от тях.

Портфолио регулациите са по-малко необходими при пенсионните схеми с дефинирани вноски, когато инвестиционният риск се носи от участниците във фондовете, тъй като не съществува опасност от неплатежоспособност на спонсора на програмата. Границите в експозициите към единичен актив са непотребни в по-голямата си част, тъй като диверсификацията, изисквана от благоразумното управление, предполага инвестиране в малки пакети от ценни книжа.

Използването само на количествени ограничения може да се отрази неблагоприятно и върху физическите лица, които управляват активите. Отсъства желание за увеличаване на уменията им за постигане на по-висока възвръщаемост и по-нисък риск при инвестиране в акции и инвестиции в чужбина. Конкуренцията между самите инвестиционни мениджъри не може да съществува, тъй като тяхната основна задача се състои в спазване на количествените рестрикции.

Неефективното разпределение на капитал може да задържи икономическия растеж и заетостта. Ограниченията по отношение на инвестициите в непублични компании и взаимни фондове могат да се отразят негативно върху малките фирми, които създават значителен брой работни места.

Посочените дотук слаби страни на количествените ограничения обаче трябва да се разглеждат в контекста на конкретните макроикономически и други условия, в които функционират пенсионните фондове. Инвестиционните регулации имат за цел гарантиране на интересите на участниците в пенсионните схеми, но това се осъществява винаги при конкретни обективни и субективни условия. Поради това не е подходящо да се абсолютизира нито един от принципите на инвестиционното регулиране.

Количествените ограничения могат да бъдат рационални за регулиране на портфолиото, когато мениджърите на пенсионните фондове, а също и служителите на регулаторния орган са доста неопитни, тъй като за разлика от "благоразумното инвестиране" количествените рестрикции се контролират по-лесно, изискват по-ниска степен на прозрачност на дейността. Регулациите могат да се използват за предпазване от вложения в ненадеждни компании, както и на осигурените лица от загуби, особено при схеми с дефинирани вноски, когато пазарът се характеризира с висока променливост и относително лесно може да се манипулира. Като временна мярка ограниченията при инвестирането могат да се прилагат и когато регулаторният орган не е сигурен в ефикасността на вътрешния контрол на пенсионните фондове. За страните в преход е особено важно избягването на валутния риск и това е още един аргумент в полза на количествените рестрикции.

Може да се приеме като аргумент и това, че рестрикциите са необходими, за да стимулират развитието на вътрешния капиталов пазар. Отвореността към чуждестранните инвестиции обаче също може да постигне тази цел, тъй като ако корелацията между пазарите и националните цикли е неперфектна, инвестициите извън страната могат да намалят недиверсифицируемия риск - т.нар. систематичен риск. В страните в преход допълнителна трудност при прилагане на принципа за "благоразумност" е наличието на достатъчна обосновааност при интерпретирането на риска и сигурността на инвестициите в случай на необходимост от съдебно произнасяне.

Двата основни подхода рядко се използват, обикновено се прилага комбинация от тях. Акцентът се поставя върху правилата за благоразумно инвестиране, като те по традиция се съпровождат от количествени ограничения при инвестирането. В някои страни тези ограничения се възприемат, като се въвеждат законови изисквания, близки до разумното инвестиране с оглед максимизиране на сигурността и възвръщаемостта. Количествените ограничения обаче почти не са съчетани с изисквания за прилагане на специфични методи и цели за съвместимост на матуритета. Такава смесена система може да се намери в законодателството на страни от Европейския съюз.

В съответствие с обогатяване на опита на управляващите пенсионните активи, а също и на регулатора тези рестрикции могат да бъдат "разхлабени".

Принцип за регулиране инвестициите на пенсионните фондове в България

Допълнителните пенсионни фондове у нас функционират на капиталовопокривен принцип, което означава, че рискът от инвестирането е за сметка на участниците във фондовете. Независимо че в Кодекса за социално осигуряване (КСО) има изискване за управление на средствата с грижата на добър търговец и осъществяване на инвестирането въз основа на принципите надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация, практическото реализиране на тези изисквания и принципи се осъществява чрез придържане към количествени лимити. Затова може да се твърди, че нормативната уредба по допълнителното пенсионно осигуряване (в сила от 2000 г., изменена през 2003 г.) налага на практика подхода на количествените ограничения. Съображенията за възприемане на последния са свързани с редица фактори като демографската структура на населението, развитието на местния капиталов пазар, нарастването на управляваните активи и развитието на пенсионните дружества, бюджетния дефицит на страната, специфичния за страната инвестиционен риск и др.

Последните изменения на регулациите през февруари т.г., и то в сферата на доброволното пенсионно осигуряване, показват начална практическа стъпка към прилагане на принципа за благоразумно

инвестиране.⁷ Едва след последните нормативни промени по-ясно се откриха законовите изисквания при задължителните и при доброволните пенсионни фондове, като законовите ограничения върху инвестициите на доброволните фондове са по-строги, отколкото при задължителните.

Инвестиционните правила за пенсионните фондове въвеждат ограничения за:

- инструменти, в които могат да се инвестират активите на фондовете;
- количествени ограничения относно дела от активите, които могат да се инвестират в даден вид инструмент;
- ограничения относно концентрацията на инвестиционни инструменти и емитента на конкретния инструмент в рамките на инвестиционния портфейл;
- валутно съответствие.

Инвестиционните инструменти, в които могат да се инвестират активите на пенсионните фондове, са изчерпателно посочени в КСО. Те са: държавни ценни книжа; ценни книжа, приети за търговия на регулираните пазари на ценни книжа, в т.ч. корпоративни акции и облигации, ипотечни облигации; акции и/или дялове от колективни инвестиционни схеми; общински облигации; банкови депозити; деривати; инвестиционни имоти.

По отношение на разрешените за инвестиране финансови инструменти законовата рамка се разшири, като в нея са включени дяловете, издадени от договорни фондове, права, свързани с акции и обезпечени корпоративни облигации, за които предстои листване на фондова борса в шестмесечен срок. Анализът на набора финансови инструменти, в които могат да се инвестират активите на допълнителните пенсионни фондове, води до извода, че независимо от широкия си обхват той не включва инвестиционни инструменти от първичното предлагане, защото у нас в повечето случаи то не се извършва посредством фондовата борса. Това на свой ред "задължава" пенсионните фондове да намаляват дохода си от покупката на ценни книжа с разходите на инвестиционния посредник, чрез който се осъществява търговията с тези книжа на организирания пазар.

Инвестициите в инвестиционни имоти се смятат за неподходящи за пенсионните фондове в редица други страни в ОИСР и извън нея. Причините за това са проблеми с оценката и осчетоводяването, ниска ликвидност, постоянни разходи за поддържане, невъзможност да бъдат обект на ефективно попечителство. В България обаче в момента инвестиционните имоти са ефективен инструмент, дори и да не носят постоянен доход от отдаване под наем. За избягване на посочените проблеми пенсионно-осигурителните дружества трябва в близка перспектива да насочат активите на пенсионните фондове към финансови инструменти, представляващи

⁷ Кодекс за социално осигуряване.- Държавен вестник, бр.110 от 1999, посл. изм. 2006 г.

индиректна инвестиция в недвижими имоти, каквито са ценните книжа с фиксиран доход, гарантирани с недвижимо имущество.

Количествените лимити, формиращи разпределението на активите в портфейлите на пенсионните фондове, се промениха значително. Най-същественото изменение е отпадането на минималното ограничение за инвестиции в държавни ценни книжа (което беше 50% за задължителните и 30% за доброволните пенсионни фондове). Ограниченията за инвестиране в тях затрудняваха адаптацията на портфейлите към пазарните условия. Основните последствия от законодателната промяна са, че доходността на пенсионните фондове няма да бъде в толкова голяма степен предопределена от доходността на държавните ценни книжа, по-голяма част от активите на пенсионните фондове ще могат да се инвестират в корпоративни инструменти. Така се създават реални предпоставки за постигане на по-голяма диверсификация на портфейлите на пенсионните фондове, а следователно и за преодоляване на съществуващото до края на миналата година ясно изразено сходство на структурата на портфейлите както между доброволни и задължителни пенсионни фондове, така и между отделните доброволни и отделните задължителни фондове.⁸

За доброволните пенсионни фондове количествени ограничения съществуват само по отношение на вложения в инвестиционни имоти (до 10%), акции на дружества със специална инвестиционна цел (до 10%) и обезпечени облигации на първичен пазар (до 10%). Инвестиционните мениджъри на тези фондове имат по-големи възможности за реализиране на активна инвестиционна политика, за проява на по-голяма "агресивност" на инвестиционните пазари, за постигане на по-пълно съответствие между матурирещата структура на портфейла и задълженията към членовете на фонда. Може да се очаква диференциране на постигнатата доходност при управление на активите между доброволните фондове, управлявани от отделни пенсионноосигурителни дружества и на тази база активизиране на притока на осигурени лица към доброволни фондове с по-висока доходност.

Поради обстоятелството, че при съществуващата нормативна база доброволните пенсионни фондове не могат да предлагат инвестиционни портфейли с различен рисков профил, участниците във фондовете според толерантността си към риска ще изберат доброволен фонд с по-консервативна структура и умерена доходност или такъв с по-динамично портфолио и по-висока доходност според своите цели и предпочитания.

На таблицата са показани прилаганите количествени ограничения при допълнителните задължителни пенсионни фондове.

⁸ Предвид ограничеността на изложението тук няма да разглеждаме други фактори, въздействащи върху структурата на портфейлите на пенсионните фондове и допринасящи за тяхното сходство.

Таблица

Количествени инвестиционни ограничения при допълнителните задължителни пенсионни фондове (%)

Инвестиционен инструмент	Задължителни ПФ	
	До 02.2006 г.	След 02.2006 г.
ДЦК	Min. 50	-
Корпоративни акции на регулиран пазар	Max. 10	Max. 20
Акции на АДСИЦ		Max. 5
Акции и/или дялове от колективни схеми		Max. 15
Корпоративни облигации на регулирани пазари	Max. 20	Max. 25
Обезпечени корпоративни облигации до 6 м. на регулирани пазари		Max. 5
Общински облигации	Max. 10	Max. 15
Банкови депозити	Max. 25	Max. 25
Ипотечни облигации	Max. 30	Max. 30
Инвестиционни имоти	Max. 5	Max. 5
Деривати	Max. 2,5	-
Инвестиции в чуждестранни ценни книжа	Max. 15	вкл. са в отд. инструменти

От посочените количествени ограничения се вижда, че е дадена възможност за по-високо съотношение инструменти с променлив доход/инструменти с фиксиран доход в сравнение с рестрикциите преди последните изменения и следователно за по-висок риск на портфейлите. При по-нататъшното либерализиране на ограниченията в съответствие с изискванията на Европейския съюз могат да се въведат норми, позволяващи инвестиране на минимална част от средствата на пенсионните фондове в определени активи, които надвишават ограниченията.

В случай, че капиталовият пазар вътре в страната предложи достатъчно надеждни финансови инструменти с променлив доход, може да се очаква в близко време структура на портфейлите на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, която няма да е консервативна. Това особено силно се отнася за доброволното осигуряване в пенсионни фондове. Възможностите за инвестиране в по-голям брой класове инвестиции, съчетано с по-широки инвестиционни възможности вътре във всеки инвестиционен клас, предопределят и по-добрата диверсификация на портфейлите. Като се вземе под внимание и фактът, че инвестициите извън страната не се разглеждат отделно, а към всеки инвестиционен

инструмент, то е очевидно, че диверсификацията може да бъде значителна при използване на възможностите за инвестиране в чужбина.

За да инвестират извън страната активите на пенсионните фондове, пенсионноосигурителните дружества трябва да спазват определени правила, каквито в момента липсват. С тези правила ще се ограничат инвестициите в чуждестранни ценни книжа, тъй като в тях ще се ограничат външните пазари, на които могат да се инвестират активите на пенсионните фондове, и ще се уточнят изискванията към чуждестранните инструменти. В по-конкретен план нормативно трябва да се уредят въпросите за: минималното равнище на кредитните рейтинги на банките, в които могат да се правят депозити, както и списък на рейтинговите агенции; държавите, в които могат да се инвестират средствата на фондовете; индексите на регулираните пазари, където са включени акции, в които могат да се инвестират средства на фонд, и др.

Своевременното регламентиране на въпросите за инвестиции в чуждестранни ценни книжа е предпоставка за подготовка на пенсионно-осигурителните дружества за излизане на тези пазари т.е. за проучвания за разходите, информацията, пазарите и инструментите, рисковете, посредничеството и др. Сравнително ниска или отрицателна доходност на местните инструменти и анализът на чуждестранните пазари ще мотивират диверсификация на портфейлите на пенсионните фондове чрез инвестиции в чужбина. Като правило развиващите се пазари за корпоративни ценни книжа (каквото е нашият вътрешен капиталов пазар) невинаги са в състояние да предложат нови инструменти, съответстващи на нарастващите потребности на пенсионните фондове. Предвид голямото разнообразие от инвестиционни възможности на чуждестранните пазари (особено по отношение на инструментите с вариращ доход) и бързо нарастващите активи на пенсионната индустрия у нас ясни правила за инвестиции в чужбина са особено необходими.

Все още банковите депозити не само се разглеждат като инвестиционен инструмент, а и са разрешени в твърде големи размери. По принцип банковите депозити са само начин да се осигурят ликвидни средства. В България обаче те са средство за избягване на пазарния риск, при това при сравнително висока доходност. Тъй като пазарът за корпоративни инструменти с фиксиран доход набира скорост, част от вложенията в банкови депозити ще се насочи към инструменти с фиксиран доход. Предвид очакванията за развитие на капиталовия пазар в страната и възможностите за инвестиране в чужбина инвестиционните мениджъри ще преминат от преобладаващо пасивно към преобладаващо активно управление на портфейлите на пенсионните фондове. Може да се очаква, че това ще се отрази върху относителното намаляване на банковите депозити в структурата на портфейлите, при това значително под разрешената горна граница.

Съществуващите ограничения за риск в портфейла се отнасят за корпоративни ценни книжа, ипотечни облигации, за банковите депозити, за инвестиционни имоти. Ограниченията са в проценти спрямо общите активи на пенсионния фонд и целят диверсификация на портфейлите. Те се различават от рестрикциите, прилагани в държавите, в които на принципа на разумността при инвестирането се дава по-голяма тежест, но са близки с прилаганите в другите страни в преход. Посредством тези ограничения се налага основна рамка за диверсифициране на активите и следователно се ограничава рискът. Макар и на този етап, предвид неефективността и ниската ликвидност на вътрешния капиталов пазар, тези ограничения да са необходими, в бъдеще те ще трябва да се либерализират в съответствие с изменените пазарни условия.

Положителна промяна в законовата рамка, свързана с инвестиране активите на пенсионните фондове, е въвеждането на правилото за валутно съответствие. Нормата изисква до 30% от активите да могат да се инвестират в инструменти, изразени във валута, различна от тази, в която са деноминирани задълженията. С нея се регламентира границата на валутния риск на портфейла, който може да бъде поеман съотносително със задълженията на пенсионния фонд.

От анализа на съществуващата регулативна рамка, свързана с инвестициите на активите на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България, следва, че независимо от промените тя си остава подчинена на принципа за количествените ограничения, като при доброволните фондове рестрикциите са значително либерализирани. Нормативните промени у нас следват общата тенденция при регулирането на инвестиционната дейност на пенсионните фондове в повечето страни, изразяваща се в използване на предимно количествени ограничения, като изискванията за разумно и грижливо управление служат само като вторичен регулаторен инструмент.

В крайна сметка нормативната уредба по инвестициите на пенсионните фондове в България би трябвало да се променя така, че пенсионно-осигурителните дружества да имат реални възможности за диверсификация и ефективно управление на портфейлите на управляваните от тях фондове с цел осигуряване на по-добри и по-сигурни допълнителни пенсии. При това поради администрирането на пенсионните фондове в дялове, въведено от 1.07.2004 г., стойността на един дял на всеки фонд е индикатор за ефективността от управлението на неговото портфолио. Това е публично достъпна информация за всеки участник в съответния фонд, която може да е мотив за промяна на неговото участие. Доколкото системата за регулиране на пенсионните фондове е взаимно свързана с регулирането на финансовите пазари, дотолкова либерализацията и честотата на преразглеждането на регулациите за пенсионните фондове произтича от развитието на капиталовите пазари.

Изборът на принцип при регулирането на инвестициите на пенсионните фондове е твърде многоаспектен проблем. Какъвто и да е той, прилагането му се нуждае от периодичен анализ и преразглеждане. В случаите на разумното инвестиране е необходимо преразглеждане на ефективността на провежданата инвестиционна политика и необходимостта от промяната ѝ, процедурите по приложението ѝ, процеса на вземане на инвестиционни решения, а също и отговорностите, свързани с формирането, прилагането и контрола на тази инвестиционна политика.

Използването в нашата страна на предимно количествените ограничения изисква тяхното текущо оценяване в посока към това доколко те ненужно ограничават възможността на управляващите пенсионните фондове да прилагат оптимална инвестиционна стратегия и дали промяната им е необходима. В тези направления са и препоръките за инвестиране активите на пенсионните фондове в страните от ОИСР.⁹

По-нататъшното съобразяване на законодателството ни с изискванията на Директива 2003/41 на Европейския съюз относно дейностите и надзора на институциите за професионално пенсионно осигуряване предполага постепенно либерализиране на инвестиционните регулации и по-голямо приближаване до прилагането на принципите за "благоразумно инвестиране".¹⁰ Разбира се, не самоцелно и като едностранен процес, а в контекста на повишаващата се ефективност при управлението на портфейлите на пенсионните фондове с оглед защитата на интересите на участниците в тях.

30.V.2006 г.

⁹ OECD Guidelines of Pension Fund Asset Management. Recommendation of the Council, 26 January, 2006, p. 6-8.

¹⁰ Directive 2003/41 EC of the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision, October 2004.