

# Възможности за инвестиции на социално- осигурителните фондове

Изследвания и дискусия

*Това издание е на Български пенсионен проект, подпомаган от Агенцията за международно развитие и в сътрудничество с Центъра за икономическо развитие и Българската асоциация на дружествата за доброволно пенсионно осигуряване.*

юни - юли 2000 г.

София

*Български пенсионен проект, който вече две години подпомага пенсионната реформа в България, организира обществена дискусия на тема "Възможности за инвестиции на социалните осигурителни фондове". Целта ни беше да се съберат за пръв път представители от всички основни институции, които имат отношение към новото пенсионно законодателство или пък го прилагат пряко, и да обсъдят един от най-важните въпроси - дали онова, което законодателят е решил, дава достатъчно ясни и конкретни възможности на социално-осигурителните фондове да осигурят добра доходност на участниците в пенсионното и здравното осигуряване. Ако този въпрос има положителен отговор, би означавало, че новата система на осигуряване ще бъде устойчива. Ако все още има проблеми, които затрудняват ефективната инвестиционна политика на осигурителните фондове, тези проблеми би трябвало да се дефинират и да се потърсят адекватни законови решения.*

*Кръглата маса, която събра на 13 юни 2000 г. 80 представители на частните пенсионни фондове, на здравните фондове, на банките, на Министерството на финансите, на Националния осигурителен институт, на БНБ, на Българската стопанска камара и експерти от неправителствени организации, бе организирана с подкрепата на Американската агенция за международно развитие, Центъра за икономическо развитие, Българската асоциация на дружествата за допълнително пенсионно осигуряване и вестник "Капитал."*

*Предлагаме на вашето внимание основните доклади и съкратен текст на дискусията на тема "Възможности за инвестиции на социалните осигурителни фондове".*

## ПЕНСИОННИ СПЕСТЯВАНИЯ

Габриела СТОЯНОВА,  
Агенция за икономическо развитие и прогнози

Според Кодекса за задължително обществено осигуряване от 1.01.2000 г. започна осигуряването в пенсионни фондове. Основен принцип в тях ще бъде капитализирането на внесените средства в индивидуални партии.

Пенсионните фондове за задължително обществено осигуряване са два основни вида: професионален и универсален.

През 2000 г. предстои процес на лицензиране на пенсионноосигурителните дружества, които ще управляват пенсионни фондове, и регламентиране на дейността им.

Професионалните пенсионни фондове набират средства от началото на текущата година. Осигурени са всички лица, които работят при условията на 1-ва и 2-ра категория труд. Вноските за тях са за сметка на работодателите и са съответно 12 и 7% от трудовите им доходи през 2000 г. Размерът на вноските ще се определя всяка година със Закона за бюджета на държавното обществено осигуряване. Кръгът на осигурените в тези фондове лица е ограничен. Това са основно професии със специфични условия на труд, които налагат по-ранно пенсиониране на работещите (напр. миньори). По предварителни оценки общият брой на осигурените ще е около 100 000 души.

Универсалните пенсионни фондове се предвижда да започнат да набират средства от 2002 г. В тях ще се включат лицата, родени след 1.01.1960 г. Размерът на вноските в тези фондове ще се определи през 2001 г.

Средствата във всеки фонд ще се управляват от пенсионноосигурително дружество. То ще инвестира средствата според собствените си решения и при съобразяване с нормативната база в страната. Ограниченията за инвестиране са формулирани в чл. 172 – 180 от КЗОО.

Като приход от управлението на пенсионните фондове пенсионноосигурителното дружества ще има право на такси от осигурените лица както за

административни разходи, така и за инвестирането на средствата.

Входящите парични потоци в пенсионните фондове ще се формират от: 1) вноските на осигурените и 2) приходите от инвестирането на тези средства. Средствата за: 1) изплащане на пенсии (срочни или пожизнени); 2) обезщетения при смърт или инвалидност, както и 3) изтеглянето на средства поради промяната на един пенсионен фонд с друг от страна на осигурените - формират основните разходи на фондовете. Специфичен разход за пенсионните фондове ще е формирането на пенсионни резерви.

При професионалните пенсионни фондове разходите за пенсии (макар и минимални) ще започнат още от първата година на функциониране на фондовете. Докато при универсалните поради специфичната възрастова характеристика на осигурените се очаква плащането на пенсии да започне след повече от 15 години. Така на практика се очаква универсалните пенсионни фондове да имат сравнително ниски разходи през първите години на съществуването си – за наследствени обезщетения и изплащане на средства на инвалидизирани членове на фонда, промяна на фонда от страна на осигурените, както и съответните разходи за резерви и такси по управлението на фонда.

Въз основа на приетото законодателство през 1999 г. по отношение на изискуемите навършени години и брой точки, които дават право на пенсия, е разработен модел, с чиято помощ е възможна оценка на бъдещите потоци към и от пенсионните фондове. В модела са включени редица допускания за макроикономически индикатори, за развитието на демографски характеристики, а също и за състоянието на държавната система за задължително обществено осигуряване.

Въпреки сложната схема на набиране и разходване на средствата в един пенсионен фонд поради поемането на рискове при плащането на анюитети под формата на пенсии в модела се прави оценка на общото количество средства, постъпващи годишно във всички пенсионни фондове за задължително осигуряване. Заложени са размери на административните и инвестиционните такси. От друга страна, прави се оценка на разходите на фондовете под формата на наследствени и инвалидни плащания и пенсионни обезщетения.

Въз основа на допускания за бъдещата доходност при инвестирането на така получените средства се прави оценка на акумулираните средства в пенсионните фондове по години.

Основни параметри, които са променяни в системата от предположения, са: бъдещите размери на вноските в пенсионните фондове, размерите на административните и инвестиционните разходи и доходността от инвестициите. Доходността на инвестициите се използва за илюстриране влиянието при различна структура на портфолиото върху размера на акумулираните средства и няма претенции за представителност на предположенията по отношение на оптимално управление на портфолиото на пенсионните фондове и средната възвръщаемост на световните капиталови пазари. Допълнително опростяване е допускането, че всички средства на пенсионните фондове ще се инвестират по един и същ начин, без да се отразява необходимата ликвидна наличност за посрещане на плащанията.

В оценките не са включени доброволните пенсионни фондове.

ОСНОВНИТЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ<sup>1</sup>, ИЗПОЛЗВАНИ В МОДЕЛА, СА:

*Вноски от осигурените:*

	1-ва категория труд	2-ра категория труд	3-а категория труд
2000	12%	7%	0%
2001	12%	7%	0%
2002	12%	7%	2%
2003	12%	7%	2%
2004	12%	7%	2%
2005	12%	7%	2%

Административни разходи за водене на индивидуалната партида: *5% от всяка вноска;*

Разходи за управление на инвестициите на пенсионния фонд: *1% от всички управлявани активи;*

Възвръщаемост на средствата след инвестиране: *3.5% за всяка от годините;*

Година	ПРИХОДИ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.			ПЛАЩАНИЯ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.				В хил. лв.	В хил. лв.
	вноски от осигурени лица	приходи от лихви	всичко	наследствени плащания	пенсионни плащания	разходи	всичко	годишно нарастване на пенсионните спестявания	акумулирани средства в пенсионните фондове
2000	25 817	-	25 817	147	105	1 291	1 543	24 274	24 274
2001	27 185	764	27 949	283	222	1 578	2 083	25 866	50 140
2002	72 374	1 574	73 949	515	367	4 069	4 950	68 999	119 140
2003	80 977	3 875	84 852	786	525	5 156	6 467	78 385	197 524
2004	89 079	6 496	95 574	1 107	699	6 310	8 115	87 459	284 984
2005	97 738	9 423	107 161	1 485	942	7 579	10 005	97 156	382 140

ВАРИАНТ 1: Ако се предположи по-голям размер на осигурителните вноски в пенсионните фондове на задължителното обществено осигуряване:

*Вноски от осигурените:*

	1-ва категория труд	2-ра категория труд	3-а категория труд
2000	12%	7%	0%
2001	12%	7%	0%
2002	12%	7%	2%
2003	13%	8%	3%
2004	14%	9%	4%
2005	15%	10%	5%

Година	ПРИХОДИ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.			ПЛАЩАНИЯ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.				В хил. лв.	В хил. лв.
	вноски от осигу- рени лица	приходи от лихви	всичко	наслед- ствени пла- щания	пенсион- ни пла- щания	разходи	всичко	годишно нараст- ване на пенсион- ните спес- тявания	акумули- рани сред- ства в пен- сионните фондове
2000	25 817	-	25 817	147	105	1 291	1 543	24 274	24 274
2001	27 185	764	27 949	283	222	1 578	2 083	25 866	50 140
2002	72 374	1 574	73 949	515	367	4 069	4 950	68 999	119 140
2003	109 717	3 875	113 591	854	540	6 593	7 987	105 605	224 744
2004	153 421	7 436	160 857	1 332	746	9 796	11 873	148 984	373 728
2005	205 309	12 492	217 801	1 991	1 048	13 835	16 874	200 927	574 655

ВАРИАНТ 2: Ако се промени допускането за административните и инвестиционните такси на пенсионните фондове съответно на:

Административни разходи за водене на индивидуалната партида: *2,5% от всяка вноска;*

Разходи за управление на инвестициите на пенсионния фонд: *0,5% от всички управлявани активи;*

Година	ПРИХОДИ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.			ПЛАЩАНИЯ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.				В хил. лв.	В хил. лв.
	вноски от осигурени лица	приходи от лихви	всичко	наследствени плащания	пенсионни плащания	разходи	всичко	годишно нарастване на пенсионните спестявания	акумулирани средства в пенсионните фондове
2000	25 817	-	25 817	151	107	645	904	24 913	24 913
2001	27 185	784	27 969	291	228	792	1 311	26 658	51 571
2002	72 374	1 620	73 994	530	376	2 041	2 947	71 047	122 618
2003	80 977	3 988	84 965	812	539	2 594	3 945	81 020	203 638
2004	89 079	6 698	95 777	1 145	718	3 184	5 047	90 730	294 368
2005	97 738	9 736	107 474	1 539	969	3 834	6 343	101 132	395 500

**ВАРИАНТ 3:** Ако се промени допускането за възвръщаемостта на инвестициите на пенсионните фондове съответно на 7%:

Година	ПРИХОДИ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.			ПЛАЩАНИЯ В ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ в хил. лв.				В хил. лв.	В хил. лв.
	вноски от осигурени лица	приходи от лихви	всичко	наследствени плащания	пенсионни плащания	разходи	всичко	годишно нарастване на пенсионните спестявания	акумулирани средства в пенсионните фондове
2000	25 817	-	25 817	147	105	1 291	1 543	24 274	24 274
2001	27 185	1 528	28 713	287	223	1 578	2 087	26 626	50 900
2002	72 374	3 201	75 576	529	368	4 076	4 973	70 603	121 502
2003	80 977	7 912	88 889	819	529	5 179	6 527	82 361	203 864
2004	89 079	13 428	102 506	1 171	707	6 372	8 250	94 256	298 120
2005	97 738	19 752	117 490	1 596	961	7 709	10 265	107 225	405 344

На практика оценката на бъдещото представяне на пенсионните фондове зависи от много фактори, някои от които са:

- При гореизложените очаквания за приходи от осигурителни вноски какъв е оптималният брой на пенсионни фондове, които ще бъдат достатъчно ефективни и няма да налагат прекомерно високи административни и инвестиционни такси. Според сега действащото законодателство минималният брой членове в професионалните фондове е 15 000 души, а при универсалните 30 000.
- Доколко според сега действащото законодателство се осъществява основната цел на пенсионните фондове да постигнат максимално добра доходност за осигурените и дали ограниченията във възможностите за инвестиране определят ефективен баланс между риск и възвръщаемост на активите на пенсионните фондове. В каква насока би могло да се търси подобряване на възвръщаемостта при инвестиране и успоредно с това намаляване на риска ( business risk, financial risk, liquidity risk, exchange rate risk, country risk)?
- Управлението на пенсионните фондове изисква не само оптимално съотношение на риска на инвестициите и тяхната възвръщаемост, но и управление на самата структура на инвестиции в съответствие с възникващите задължения на пенсионния фонд към осигуряваните в него членове.

<sup>1</sup> *Разходи за прехвърляне на капитализираните средства от индивидуалната партида в анюитет при изплащане на пенсията: 3% от средствата в индивидуалната партида преди определяне на пенсионните плащания.*

*Формиране на пенсионни резерви: 0,25% от средствата преди определяне на пенсионните плащания по индивидуалната партида.*



## ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ НА ОСИГУРИТЕЛНИТЕ ФОНДОВЕ

Ивайло НИКОЛОВ,  
Център за икономическо развитие

През настоящата година сме свидетели на старта на пенсионната и на здравната реформа. Влезе в сила Кодексът за задължителното обществено осигуряване, от 1 юли започва и изпълнението на договорите по извънболничната помощ, а до края на годината се очаква да бъдат лицензирани първите пенсионноосигурителни дружества.

Същевременно вече една година работници и работодатели заплащат здравноосигурителни вноски. От началото на тази година се отчисляват и вноските по допълнителното задължително пенсионно осигуряване към т. нар. професионални пенсионни фондове. Прогнозите на експертите са различни, но винаги, когато се говори за бъдещите натрупани средства в осигурителните фондове, се споменават числа от порядъка на няколко милиарда лева.

В действителност ние наблюдаваме възникването на нови мощни институционални инвеститори. В тази група влизат универсалните и професионалните фондове от допълнителното задължително обществено осигуряване, доброволните пенсионни фондове, дружествата за доброволно здравно осигуряване и Националната здравноосигурителна каса. Списъкът следва да бъде допълнен и с други разходо-покривни фондове от системата на държавното обществено осигуряване, като фонд "Пенсии", фонд "Трудова злополука и професионална болест", фонд "Общо заболяване и майчинство" и фонд "ПКБ".

Проблемите, свързани с управлението и инвестирането на осигурителните фондове, не са познати на широката публика, въпреки че социалната и здравната реформа са сред най-широко обсъжданите днес теми. Обществото обаче се занимава с въпроси от рода на достъпа и обхвата на пенсионното и здравното осигуряване, краткосрочното осигуряване, осигуряването при безработица, насърчаването на заетостта, размера на обезщетенията, видовете осигурителни случаи и рискове, държавната регулация и гаранциите. В същото време обаче остава недооценен инвестиционно-спестовният характер на новите осигурителни фондове.

Доколкото и пенсионната, и здравната реформа се основават на принципите на личната заинтересованост на осигурените лица, темата за ефективното управление на натрупаните средства добива особена обществена значимост. Управлението на средствата е решаващо в случаите на капиталопокривните фондове, където осигурените лица разполагат и с индивидуални партии и размерът на обезщетенията е в пряка зависимост от доходността на съответните инвестиции.

При разглеждане на възможностите за инвестиции на осигурителните фондове е необходимо да обсъдим по-подробно следните въпроси.

#### ПРИНЦИПИ НА ИНВЕСТИРАНЕ

Тук ще приведем за пример разпоредбата на дял втори от Кодекса за задължителното обществено осигуряване (чл. 126), според която средствата на пенсионния фонд се управляват с грижата на добър търговец при спазване принципите на надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация в интерес на осигурените лица. Подобна разпоредба има и в Закона за допълнителното доброволно пенсионно осигуряване. Можем да приемем, че тези принципи следва да се спазват при инвестиране на средствата на всички осигурителни фондове, като при това добавим и още едно изискване – прозрачността.

#### ФОНДОВЕТЕ КАТО ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ – ЮРИДИЧЕСКИ ЛИЦА

В изпълнение на горните принципи пенсионната реформа създаде новата за нашата страна фигура на пенсионния фонд като отделно юридическо лице. Универсалните, професионалните и доброволните пенсионни фондове са отделни юридически лица, които се управляват от лицензираните пенсионноосигурителни дружества. Освен това е задължително сключване на специални договори с лицензирани инвестиционни посредници (за извършване на сделки с ценни книжа) и с банки депозитари (за съхраняване на средствата). За съжаление изискването за юридическата обособеност не съществува при Националната здравноосигурителна каса, дружествата за доброволно здравно осигуряване и фондовете от държавното обществено осигуряване.

В случая с държавното обществено осигуряване това може да бъде оправдано със самия разходопокривен (преразпределителен) характер на системата. В останалите случаи подобно смесване на средствата на осигурените със средствата на самата администрация обаче е недопустимо и поражда предпоставки за непрозрачност, високи административни разходи и неефективно управление на натрупаните средства. Тези опасения трудно могат да бъдат опровергани с аргумента, че съществува строга отчетност на аналитично ниво и засилен контрол върху общия бюджет.

#### ИНДИВИДУАЛНИТЕ ПАРТИДИ СРЕЩУ СОЛИДАРНОТО ПРЕРАЗПРЕДЕЛЕНИЕ

Обособяването на професионалните, универсалните и доброволните фондове като юридически лица е неразделно свързано с механизма на индивидуалните партии и т. нар. капиталово покритие. Отново като пример ще цитираме разпоредба на дял втори от Кодекса за задължителното обществено осигуряване (чл. 129). Вноските

за допълнително задължително пенсионно осигуряване се натрупват в индивидуалната партида на всеки осигурен. Доходът, реализиран от инвестирането на средствата на универсалния и на професионалния пенсионен фонд, се разпределя по индивидуалните партиди пропорционално на техния дял в масата от активите на фонда. Натрупаните средства на осигуреното лице се капитализират в индивидуалната му партида и не се допуска преразпределяне на средства между индивидуалните партиди.

Подобна разпоредба има и в Закона за допълнителното доброволно пенсионно осигуряване. Така се предопределя индивидуалната заинтересованост от осигуряване и това е свързано с проблема за успешното инвестиране на средствата. За съжаление отново изискването за индивидуалните партиди със забрана за преразпределение не съществува при Националната здравноосигурителна каса, дружествата за доброволно здравно осигуряване и фондовете от държавното обществено осигуряване.

Ето защо може да квалифицираме последните като разходопокривни (преразпределителни) фондове, при които постъпилите от осигуряващите се лица средства се използват за покриване на разходите за социалните плащания. В този случай говорим за т. нар. солидарно преразпределение и по принцип липсва пряка връзка между размера на вноските, дохода от тяхното управление и размера на плащанията. В такива случаи е логично да очакваме натрупването на по-малко свободни средства за разлика от дългосрочните капиталопокривни фондове. Въпреки това в случаите на наличие на резерви темата за възможностите за тяхното инвестиране остава все така важна. Опасенията за прозрачността при управлението на средствата, следенето на административните разходи и личната заинтересованост от осигуряване са същите, както изказаните по-горе за фондовете, които не са обособени като отделни юридически лица.

Солидарният характер на фондовете от държавното обществено осигуряване е общоизвестен. При фондовете от здравното осигуряване обаче липсата на индивидуални партиди, на забрана за преразпределение и изобщо на капиталопокривния принцип е тема, която заслужава специално внимание.

#### ИНВЕСТИЦИОННИТЕ ОГРАНИЧЕНИЯ ПРИ НЯКОИ ОСИГУРИТЕЛНИ ФОНДОВЕ

Инвестиционните ограничения при фондовете от допълнителното задължително пенсионно осигуряване са събрани отново в дял втори на Кодекса за задължителното обществено осигуряване. Разпоредбите буквално гласят следното:

Активите на пенсионния фонд могат да бъдат инвестирани само във:

1. ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата;
2. ценни книжа, приети за търговия на регулираните пазари на ценни книжа;
3. общински облигации;
4. банкови депозити;
5. недвижимо имущество и ипотечи.

Освен това не по-малко от 50 на сто от активите на пенсионния фонд трябва да бъдат инвестирани в ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата, и/или във вземания по банкови депозити. Не повече от 5 на сто от активите на пенсионния фонд могат да бъдат инвестирани в недвижимо имущество.

Активите на универсалния и на професионалния пенсионен фонд не могат да бъдат инвестирани във:

1. ценни книжа, които не са напълно изплатени;

2. ценни книжа, издадени от пенсионноосигурителното дружество, което го управлява, или от свързани с него лица.

Пенсионноосигурителното дружество може да инвестира до 5 на сто от активите на универсалния и на професионалния пенсионен фонд в ценни книжа, издадени от едно дружество. Държавната агенция за осигурителен надзор съгласувано с Комисията по ценните книжа може да разреши на едно пенсионноосигурително дружество да инвестира до 10 на сто от активите на универсалния и на професионалния пенсионен фонд в ценни книжа, издадени от едно дружество. Агенцията издава или отказва да издаде писмено разрешение в двуседмичен срок от получаването на заявлението.

Пенсионноосигурителното дружество и универсалният и професионалният пенсионен фонд не могат да придобиват повече от 10 на сто от акциите на един емитент или да придобиват участие, чрез което да определят пряко или непряко повече от половината от членовете на управителния орган или по друг начин да упражняват решаващо влияние върху вземането на решения във връзка с дейността на емитента.

Накрая пенсионноосигурителното дружество не може да предоставя заеми или да бъде гарант на трети лица с активите на универсалния и на професионалния пенсионен фонд.

Що се отнася до инвестициите в чужбина, пенсионноосигурителното дружество може да инвестира не повече от 5 на сто от активите на пенсионния фонд в чужбина в държавни ценни книжа и общински облигации и не повече от 5 на сто от активите - в ценни книжа, допуснати за търговия на регулираните пазари на ценни книжа. Тази инвестиция се извършва по ред, установен от министъра на финансите, съгласувано с управителя на Българската народна банка.

Аналогични на горните, но малко по-либерални са ограниченията при инвестирането на доброволните пенсионни фондове според Закона за допълнителното доброволно пенсионно осигуряване.

В Закона за здравното осигуряване се съдържат единствените разпоредби по отношение на инвестирането на средствата на Националната здравноосигурителна каса и на дружествата за доброволно здравно осигуряване. Що се отнася специално до дружествата за доброволно здравно осигуряване, за съжаление законът практически не съдържа никакви конкретни разпоредби.

## ДОПЪЛНИТЕЛНИ ВЪПРОСИ ЗА ДИСКУСИЯ

Освен повдигнатите дотук въпроси остават редица, които заслужават специално обсъждане. Сред тях например са темите:

- Общи възможности, предлагани от местните и от чуждестранните финансови пазари;
- Инвестиране средствата на фондовете на местния капиталов и паричен пазар;
- Инвестиране в недвижимо имущество, ипотeki и ипотечни облигации;
- Инвестиране извън страната;
- Минимална доходност;
- Договори с инвестиционни посредници, банки депозитари и управляващи дружества;
- Прозрачност при управление на фондовете;
- Разходи по управление на фондовете.

## УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ НА ОСИГУРИТЕЛНИТЕ ФОНДОВЕ: ВЪЗМОЖНОСТИ НА ДОМАКИНСТВОТА ЗА УЧАСТИЕ ВЪВ ВТОРИЯ И ТРЕТИЯ СТЬЛБ НА СОЦИАЛНОТО ОСИГУРЯВАНЕ

Теодора НОНЧЕВА,  
Център за икономическо развитие

Както допълнителното доброволно, така и допълнителното задължително пенсионно осигуряване се разглеждат като алтернатива на нарастващите разходи за задължителния общ режим на пенсионно осигуряване. През последните години задължителните схеми в повечето европейски страни се ориентират към ниски размери на осигурителните вноски и съответстващо ниски размери на обезщетенията. Повишаването на тези размери за отделните лица се постига чрез участие във втория и третия стълб.

Основните цели на създаването на капитализирани осигурителни фондове за допълнително задължително и допълнително доброволно пенсионно осигуряване (т. нар. втори и трети стълб) са:

- 1) да се възстанови нарушената връзка между осигурителния принос и обезщетението;
- 2) да се балансира фискалната тежест за икономически активното население.

Осъществяването на тези цели изисква конкретни изследвания не само за наличните ресурси и опциите за инвестирането им, но и за потенциалните източници на микроравнище, т. е. спестяванията на населението.

**ПЪРВИЯТ ПРОБЛЕМ** е, че някои рискови групи от населението ще бъдат изключени или частично непокрити от капитализираните системи. Сред тях са

продължително безработните лица, получатели на социални помощи, безработните инвалиди, неосигурените родители и др. На първите три таблици са представени някои статистически данни за тези групи, позволяващи да се направи косвена оценка, че около 1,5 млн. души ще бъдат в повишен риск по отношение на пенсионно осигуряване.

**ВТОРИЯТ ПРОБЛЕМ** е сравнително ограничената възможност за индивидуално участие в доброволните осигурителни фондове. От гледна точка на икономиката акумулирането на средства в пенсионните фондове е форма на спестявания. Икономическата теория твърди, че пенсионното осигуряване не може да увеличи нито да намали склонността към спестявания и техния общ обем, а само ги пренасочва от един сектор в друг. Пренасочването може да стане под влияние на различията в доходността на инвестициите, но при съществуващите ограничения за инвестиционния портфейл на пенсионноосигурителните дружества този фактор не може да играе съществена роля.

Друг фактор за пренасочване е увеличаването на дела на спестяванията в структурата на общия разход на домакинствата. Общият размер на депозитите на населението е 2,9 млрд. лв., от които около 1 млрд. лв. в национална валута с тенденция към нарастване през последните години (вж. таблица 4). Като цяло тенденцията е позитивна, макар че през последните години по-бързо нарастват срочните депозити.

На таблица 5 е представено разпределението на влоговете като част от общия разход на домакинствата. Те са съпоставени с разходите за данъци, като се има предвид, че общият дял на тези непотребителски разходи не може да се увеличава съществено за сметка на останалите по-нееластични разходи в домакинството. Очевидна е голямата диференциация по доходни групи. Най-богатите 20 % от населението формират над половината (54 %) от общата сума на влоговете.

Като обобщение на приведените данни се налага изводът, че пренасочването на спестяванията на населението е съществен ресурс, от който до голяма степен зависи успехът на пенсионната реформата. Този процес може да се стимулира по два основни начина – чрез повишаване на реалните доходи и чрез намаляване на фискалната тежест на подоходния данък и осигурителната вноска в задължителното общо пенсионно осигуряване.

#### 1. ВЪЗРАСТОВА СТРУКТУРА НА ПРОДЪЛЖИТЕЛНО БЕЗРАБОТНИТЕ ЛИЦА

	Общо	15-24 г.	25-34 г.	35-44 г.	45-54 г.	55-64 г.
Общо	577000	138000	135000	139000	135000	27000
Продълж. безработни	261000	63000	77000	80000	76000	16000
Относителен дял	45.2 %	45.6 %	57.0 %	57.5 %	56.3 %	40.7 %

*Източник: Заетост и безработица, бр. 3, НСИ, 1999 г.*

2. БРОЙ ПОЛУЧАТЕЛИ НА СОЦИАЛНИ ПОМОЩИ –  
ЦЕЛЕВИ ГРУПИ

Целева група	Брой получатели
1. Лица и семейства под диференцирания минимум (37,3 лв.)	317780
2. Лица и семейства под линията за енергийни помощи (67лв.)	575802
3. Инвалиди	225351
4. Неосигурени родители	289228
Общо	1 408161

Източник: Национална служба по социално подпомагане, МТСП, 1999 г.

3. ИКОНОМИЧЕСКИ АКТИВНИ ИНВАЛИДИ ПО СТАТУС НА ЗАЕТОСТ  
И ГРУПА ИНВАЛИДНОСТ

	Инвалиди общо	I група	II група	III група	Инвалиди на 1000 души от населението
Общо	52994	9312	15573	28109	13.6
Заети	42379	7117	11515	23747	12.9
Безработни	10615	2195	4058	4362	16.4

Източник: Преброяване на населението, т. IV, НСИ, 1994 г.

4. ДЕПОЗИТИ НА НАСЕЛЕНИЕТО (млн. лв.)

	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.
Депозити общо	637300	2229894	2419320	2903,4
В левове	384136	955669	1010202	1176,5
Срочни	295965	686867	650135	684,6
Спестовни	81606	224833	292293	387,9
Безсрочни	6565	43969	67774	104
Във валута	253164	1233037	1040451	1722,5

Източник: Статистически справочник, НСИ, 2000 г.

5. ОБЩ РАЗХОД НА ДОМАКИНСТВАТА  
ПО ДЕЦИЛНИ ГРУПИ (ЛВ.)

	Средно на домакинство	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Общ разход	289.3	173.7	183	199.1	203.2	206	249	287.7	332.6	408.6	563.6
Данъци	14.3	1.0	3.1	3.8	5.6	6.3	8.3	12.9	17.8	26.3	48.2
Влогове	3.0	2.5	0.7	0.9	1.7	0.7	1.1	2.4	3.3	5.1	10.6
Отн. дял:											
Данъци	4.8 %	0.5 %	1.8 %	1.9 %	2.7 %	3 %	3.3	4.5 %	5.4 %	6.4 %	1.4 %
Влогове	1 %	1.4 %	0.3 %	0.4 %	0.8 %	0.3 %	0.4 %	0.8 %	1 %	1.2 %	1.9 %

*Източник: Наблюдение на домакинските бюджети, НСИ, 1999 г.*



# ЗДРАВНОТО ОСИГУРЯВАНЕ И ИНВЕСТИЦИОННИЯТ ПРОЦЕС

Димитър РУМЕНОВ,  
Център за икономическо развитие

## 1. ЗДРАВНО ОСИГУРЯВАНЕ

Здравното осигуряване е договор между клиента и осигурителя, според който при настъпване на осигурително събитие - ползване на здравно обслужване, осигурителят изплаща определено парично обезщетение на осигуреното лице или почесто възстановява изцяло или частично разходите на извършителя на здравните услуги. За осигуреното лице предимството е в замяната на вероятността на големи финансови загуби със сигурността за по-малки загуби, породена от заплащането на здравноосигурителната вноска. Това е определението, дадено за здравно осигуряване от Световната здравна организация. В България със Закона за здравното осигуряване са дефинирани два основни типа осигуряване :

- Социално (задължително) здравно осигуряване – организира се от държавата и провежда задължително осигуряване на населението. Осигурителните вноски се изчисляват като фиксиран процент от дохода независимо от действителния риск от заболяване. Основният му принцип е споделената отговорност на осигурените, което позволява преразпределение на средствата от здравите към болните, от богатите към по-бедните.

- Доброволно здравно осигуряване – предлага се от частни компании, като обхваща на доброволен принцип желаещите да се осигурят. Осигурителните вноски са фиксирана сума или процент от дохода на осигуреното лице в зависимост от здравния риск и степента на използваемост на медицинските услуги.

## 2. ФИНАНСОВИ РЕСУРСИ И ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА ЗДРАВНОТО ОСИГУРЯВАНЕ В БЪЛГАРИЯ

Според чл. 22 от Закона за здравното осигуряване “бюджетът на Национал-

ната здравноосигурителна каса (НЗОК) е основен финансов план за набиране и изразходване на паричните средства на задължителното здравно осигуряване и е отделен от държавния бюджет”. Приходите на касата се набират от (чл. 23 (1)):

1. осигурителни вноски;
2. лихви и приходи от управлението на имуществото на касата;
3. приходи, регламентирани с други закони в полза на здравното осигуряване;
4. възстановяване на направени осигурителни разходи в предвидените в нормативните актове случаи;
5. глоби и наказателни лихви;
6. ликвидационни дялове от търговски дружества длъжници, обявени в ликвидация;
7. такси, определени с тарифа от Министерския съвет;
8. дарения и завещания;
9. други източници.

При недостиг на средства могат да се използват краткосрочни безлихвени заеми от републиканския бюджет или кредити от други институции.

Разходите на НЗОК са регламентирани в чл. 24 от ЗЗО:

1. заплащане на медицинска помощ;
2. издръжка на административните дейности на здравното осигуряване, предвидена с годишния закон за бюджета на касата;
3. издателска дейност в рамките на средствата за издръжка на административните дейности на НЗОК;
4. придобиване на движимо и недвижимо имущество и други инвестиционни разходи за нуждите на касата;
5. други разходи.

Националната здравноосигурителна каса задължително образува резерв, който се набира от: 5% от събраните вноски и от други приходи. Този резерв не може да превишава 15% от годишните приходи на касата, изчислени като средноаритметична стойност на годишните приходи от последните три години. Със средствата от резерва се заплащат разходи в случаи на значителни отклонения от равномерното изразходване на средства. Единственият член от закона, който в известна степен регламентира управлението на свободните средства на касата, е чл. 27, който постановява, че “... временно свободните средства и средствата от резерва на касата могат да се вложат в депозитни средства на банки и държавни ценни книжа.” В Закона за здравно осигуряване практически липсват текстове, регламентиращи финансовото управление на частните здравноосигурителни фондове, видовете и качеството на инвестициите им и реда на тяхното извършване.

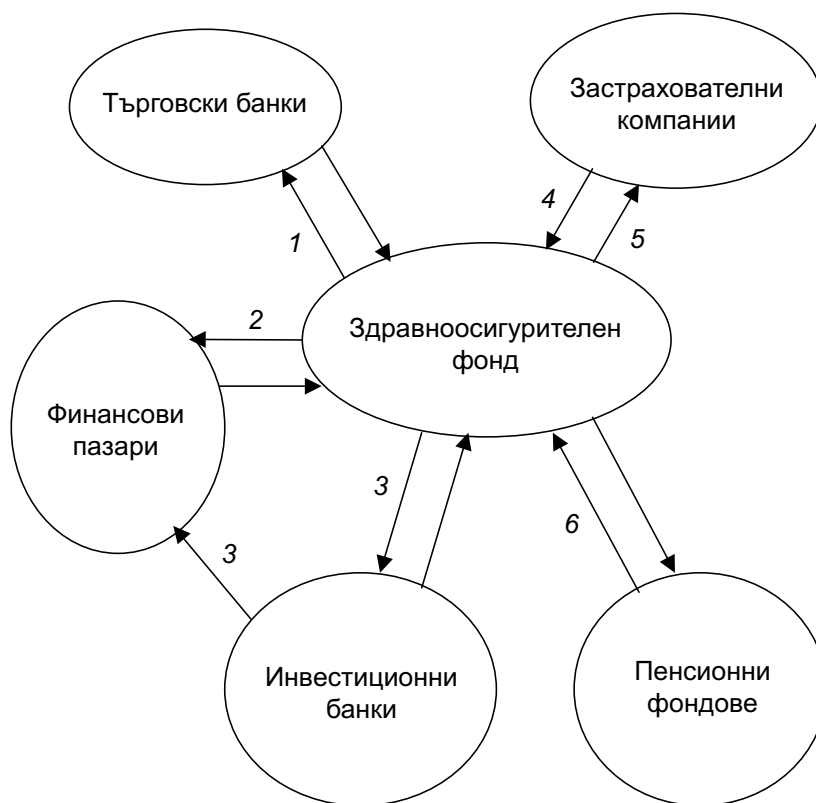
### 3. ЗДРАВНОТО ОСИГУРЯВАНЕ – ИНСТИТУЦИОНАЛЕН ИНВЕСТИТОР

Модерното здравно осигуряване, което функционира в последните 50 години в развитите страни, не е само система за финансиране на здравеопазването, а динамично развиващ се клон от икономиката. Тази еволюция е свързана пряко с динамичното развитие на финансовите системи в света. Комбинациите между здравни и пенсионни и застрахователни услуги станаха възможни, а и необходими благодарение на тенденциите на глобализация и всеобщо финансово предлагане. От друга страна, разходите за здравеопазване в световен мащаб бележат трайно нарастване, а конкуренцията на осигурителния пазар става все по-ожесточена.

Това съвсем естествено води до прилагането на чисто финансови иновации с цел да се увеличи броят на осигурените лица и да се диверсифицират източниците на приходи за здравноосигурителните фондове. Независимо от вида на здравното осигуряване принципите на финансово управление са едни и същи:

1. увеличаване на дела на приходите от финансови инвестиции;
2. управление на риска;
3. диверсификация на активите;
4. управление на разходите за дейността – прилагане на методите на Activity-Based-Costing и Activity-Based-Management;
5. разширяване на продуктивния микс.

Взаимодействието на здравноосигурителните фондове с други институции от сферата на финансовите услуги може да се представи на следната опростена схема:



- 1 – свободни ресурси (срочни депозити)
- 2 – свободни ресурси (краткосрочни инвестиции в ценни книжа)
- 3 – свободни ресурси (облигации, други дългосрочни финансови инвестиции)
- 4 – съвместни продукти (здравни застраховки, полици)
- 5 – застраховане на пазарни, инвестиционни и други рискове
- 6 – съвместни продукти за лица над 65 г.

Законът за здравното осигуряване в сегашния му вид не регламентира инвестиционната дейност както на НЗОК, така и на частните здравноосигурителни фондове. Това създава предпоставки за множество проблеми и неясноти при функционирането им. Средствата, които се акумулират в НЗОК, са значителни. От 1.07.1999 г. досега касата е събрала здравни вноски от населението за около 250 млн. лв. Бюджетът на касата за 2000 г. надхвърля 430 млн. лв. Заплащането на разходите по доболничната медицинска помощ официално ще започне от 1.07 тази година, а на болничната медицинска помощ - от 2001 г. Понастоящем свободните средства на НЗОК се намират в БНБ. Възникват няколко основни теми за дискусия:

1. Необходимост от подробна правна регламентация на финансовите инвестиции на задължителното здравно осигуряване.
2. Възможности за инвестиране на свободните средства на здравното осигуряване на местния паричен и капиталов пазар.
3. Възможности за инвестиране на развитите финансови пазари.
4. Инвестиционен мениджмънт на средствата на здравното осигуряване.
5. Взаимоотношения на НЗОК с инвестиционните посредници, банки и фондове за доверително управление.
6. Минимална доходност на инвестициите.
7. Прозрачност на финансовото управление.
8. Разходи по управлението на инвестициите на касата.

По аналогичен начин стоят и проблемите пред доброволното здравно осигуряване. Тук трябва да се споменат и няколко допълнителни теми за дискусии:

1. Дефиниране на видовете финансови инструменти за инвестиции на частните фондове.
2. Представяне на инвестиционна програма при кандидатстване за лиценз за извършване на дейност по примера на доброволните пенсионни фондове.
3. Професионалната правоспособност на мениджмънта на доброволните здравноосигурителни фондове.

## ГОДИШНИ ПРОГНОЗИ ЗА АКТИВИТЕ НА ПЕНСИОННИТЕ ФОНДОВЕ ОТНОСНО ТРЕТИЯ И ВТОРИЯ СЪТЪЛБ ЗА ПЕРИОДА 1999 - 2005 Г. В ЛВ.

Българска асоциация на дружествата  
за допълнително пенсионно осигуряване

Осн. параметри на пенсионните фондове в лв.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Средна годишна МРЗ	713	858	950	1 045	1 148	1 263	1 386
Средна годишна РЗ	2398.8	2589.6	2714.4	2 908	3 143	3 308	3 440
Средна годишна вноска в ДПО (15% от МРЗ)	107	129	143	157	172	189	208
Средна годишна пенсия от ДПО (19% от МРЗ)	135	163	181	199	218	240	263
Брой заети	2996042	2960764	3033805	3063431	3043880	3066049	3166342
Брой осигурени	2422463	2401929	2421309	2460185	2441131	2473674	2523942
Брой заети 1-ва категория труд	77310	20274	18782	17884	16650	16150	15981
Брой заети 2-ра категория труд	311100	80587	78693	78240	73685	71169	71342
Брой заети 3-а категория труд	1747083	2018111	2042348	2080037	2068437	2102523	2147749
Средна годишна доходност в ПФ	6.54%	6.80%	6.91%	7.06%	7.20%	7.43%	7.87%

Трети стълб - доброволно пенсионно осигуряване							
	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Начален баланс	38,480,400	87,160,548	149,500,691	217,750,269	299,395,666	397,777,785	515,248,550
Брой осигурени лица	446,532	454,687	425,673	448,796	475,482	496,541	522,344
Обща сума на годишните вноски	47,756,597	58,518,217	60,658,403	70,348,773	81,878,000	94,069,692	108,595,318
Брой на пенсионерите	5676	5812	6487	9975	10762	11496	14563
Обща сума на годишно изплатените пенсии	809398	997339	1232530	2084775	2470955	2903890	4036864
Доход от инвестиране на актива	5,639,900	9,906,156	14,521,993	20,339,792	27,451,704	36,544,268	49,096,512
Удържани такси	-3906952	-5086891	-5698288	-6958393	-8476630	-10239305	-12511323
Краен баланс (активи на ДПО)	87,160,548	149,500,691	217,750,269	299,395,666	397,777,785	515,248,550	656,392,193

Втори стълб - задължително допълн. пенсионно осигуряване							
	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Професионален пенсионен фонд							
Начален баланс	0	0	21,061,402	46,417,603	77,690,603	114,585,011	155,001,553
Брой осигурени лица	0	100,861	97,475	96,124	90,335	87,319	87,323
Обща сума на годишните вноски	0	20,908,353	23,715,984	27,754,089	31,006,865	31,560,151	32,791,657
Брой на пенсионерите	0	0	0	0	0	0	0
Обща сума на годишно изплатените пенсии	0	0	0	0	0	0	0
Доход от инвестиране на актива	0	1,421,768	3,094,117	5,236,521	7,826,218	10,858,586	14,779,326
Удържани такси	0	-1268719	-1453900	-1717611	-1938674	-2002195	-2115293
Краен баланс (активи на ППФ)	0	21,061,402	46,417,603	77,690,603	114,585,011	155,001,553	200,457,242
Универсален пенсионен фонд							
Начален баланс	0	0	0	0	91,714,512	249,953,262	485,110,116
Брой осигурени лица	0	0	0	1,561,700	1,659,600	1,753,200	1,843,500
Обща сума на годишните вноски	0	0	0	90,815,978	156,473,726	232,011,475	317,118,870
Брой на пенсионерите	0	0	0	0	0	0	0
Обща сума на годишно изплатените пенсии	0	0	0	0	0	0	0
Доход от инвестиране на актива	0	0	0	6,411,608	11,266,108	17,238,453	24,957,255
Удържани такси	0	0	0	-5513075	-9501085	-14093073	-19276705
Краен баланс (активи на УПФ)	0	0	0	91,714,512	249,953,262	485,110,116	807,909,537

ОБЩО активи на ПФ	87,160,548	170,562,092	264,167,872	468,800,780	762,316,058	1,155,360,219	1,664,758,972
-------------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------	---------------	---------------

## Дискусия

### “ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ИНВЕСТИЦИИ НА СОЦИАЛНООСИГУРИТЕЛНИТЕ ФОНДОВЕ”

Национален дворец на културата, 13 юни 2000 г.

Добре дошли на кръглата маса “Възможности за инвестиции на осигурителните фондове”, организирана от Центъра за икономическо развитие, Българската асоциация на дружествата за допълнително пенсионно осигуряване и в. “Капитал”. Аз съм ЛЮБОМИР ВАСИЛЕВ, ЗАМ. ГЛАВЕН РЕДАКТОР НА В. “КАПИТАЛ”. Давам думата на г-жа Габриела Стоянова от Агенцията за икономически анализи и прогнози по първата тема, а именно - “Инвестиционна политика на осигурителните фондове като обществен проблем”.

**ГАБРИЕЛА СТОЯНОВА, АГЕНЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ АНАЛИЗИ И ПРОГНОЗИ:**

Основната идея на тази среща е да се разгледа инвестирането на двете основни форми на спестявания в осигурителните фондове - пенсионните осигурителни фондове във всичките им форми - доброволни и задължителни, както и средствата в здравната каса. Трябва да се направи преценка на средствата, които евентуално ще се съберат в тези фондове, и въз основа на тази информация да се помисли доколко адекватен е така определеният в закона портфейл за инвестиране на средствата. Трябва да се обърне внимание на оценката на различните рискове, които различните инвестиции водят със себе си. Трябва да се прецени доколко е реална някаква възвръщаемост, която би осигурила една нормална пенсия за бъдещите пенсионери, които ще получават средства от тези фондове.

**ИВАЙЛО НИКОЛОВ, ЦЕНТЪР ЗА ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ:**

Законодателни регламенти за инвестициите на осигурителните фондове. Проблемът е важен, защото става дума за управлението и за инвестирането на огромни средства. Най-общо казано, можем да говорим за разходопокривните и капиталопокривните фондове, където принципите на инвестиране би следвало да бъдат различни. В някои случаи осигурените лица имат индивидуални партиди и обикновено в тези случаи размерът и на социалните плащания в бъдеще е в пряка зависимост от управлението на средствата по тези активи. В други случаи говорим за солидарни преразпределителни системи. Можем да обсъдим и някои от текстовете на законите, доколкото въобще има подробни разпоредби за това.

**ДИМИТЪР РУМЕНОВ, ЦЕНТЪР ЗА ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ:**

Средствата на здравното осигуряване визират както средствата на Националната здравноосигурителна каса по задължителното здравно осигуряване на населението, така и на частните здравноосигурителни фондове. Бих искал да маркирам само с няколко думи основната проблематика в тази област. Обикновено тя се дискутира в социалната ѝ част, като особено силно това звучи за здравното осигуряване. В момента съществуват няколко основни проблема: доколко нормативно са регламентирани ин-

вестициите на здравното осигуряване, т. нар. държавно здравноосигуряване, или пък на доброволното частно осигуряване. Възможно ли е да се говори за всички тези фондове - и здравноосигурителните и пенсионните, във всичките им разновидности като едни институционални инвеститори, така както съществуват в този си вид в развитите страни по света? И ако наистина се стремим към това нещо, дали имаме необходимата нормативна база, ако няма - какво трябва да се направи, за да бъдат структурирани по този начин. Ще бъде полезно да се обсъди с хората от банковите и финансовите среди - какви са възможностите, което в момента предлага паричният капиталов пазар. Може ли той в този си вид и в тази му регулация, и с тези инструменти да посрещне изискванията на едни институционални инвеститори? Факт е, че се натрупват огромни средства, говоря, огромни дори и за нашите мащаби. При здравното осигуряване, при разширяване на пакета от медицински дейности, при частното здравно осигуряване трябва да има гъвкави пакети за различните социални групи от населението, да се съчетават здравните услуги с пенсионни или със застрахователни. Това е т. нар. всеобщо финансово предлагане, или всички финансови услуги под един покрив.

#### НИКОЛА АБАДЖИЕВ, ПРЕДСЕДАТЕЛ НА БЪЛГАРСКАТА АСОЦИАЦИЯ НА ДРУЖЕСТВАТА ЗА ДОПЪЛНИТЕЛНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ:

На вниманието на конференцията е представена прогноза на асоциацията във връзка с ресурса, който би се акумулирал в пенсионните фондове на базата на основните критерии, посочени в законите за допълнителното задължително и доброволното допълнително пенсионно осигуряване. Базата е 1999 г. и отразява резултатите, които имат доброволните пенсионни фондове, членуващи в асоциацията. От цифрите, които тя съдържа, се вижда, че ресурсът с всяка изминала година ще нараства. През последните години имаме, да не кажа огромни, но значителни проблеми с инвестирането дори на тези средства, които в момента акумулираме.

Проблемът ни е може би еднакъв по значение както със събирането на самите осигурителни вноски, така и с тяхното инвестиране. В момента ние просто нямаме къде. 90-95% от ресурса се инвестират в ДЦК. Ясно е каква доходност имат, ясно е какъв обем има на пазара и на всички специалисти е ясно, че възможностите са безкрайно ограничени.

#### ТЕОДОРА НОНЧЕВА, ЦЕНТЪР ЗА ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ:

Възможности на домакинствата да участват в първия и втория стълб на социално-то осигуряване. В материала, който е предоставен на участниците на тази кръгла маса, са поставени съвсем условно, съвсем схематично целите на пенсионната и на осигурителната реформа. Те са свързани с икономическата ефективност и очевидно тя трябва да се заплати с някаква социална цена. На първо място би трябвало да поставим въпроса, кои ще са групите и хората, за които заплащането на тази цена е непосилно. Това са преди всичко продължително безработните лица. По последни данни на наблюденията на работната сила на НСИ те са около 260 хиляди. Делът на продължително безработните е най-висок в сравнително ниските възрастови групи - 25 до 45 години, т. е. точно тази категория лица, които представляват основният контингент на осигурителните фондове, специално основани на капиталов принцип. Има едно много голямо число на "хронично" бедни лица, които по дефиниция са изключени от осигурителната система, тъй като не получават други доходи освен социални помощи. Те са под официалния праг на бедност, разделени са в няколко категории. Около 3 милиона икономически активни лица не са в тази категория на "хронично" изключените от осигурителната система. Важен въпрос е какъв е потенциалът, какъв е ресурсът на тези 3 милиона иконо-



мически активни, които биха могли да участват в осигурителните фондове.

Една възможност да се отговори на този въпрос е общият обем на спестяванията на населението и тенденциите за това. Трябва да се има предвид една основна икономическа аксиома, че пенсионното осигуряване не може да увеличи или да намали и да повлияе по какъвто и да е начин върху обема на спестяванията, то само ги пренасочва от една сфера в друга. Това очакваме да направят фондовете на капиталов принцип - да пренасочат вече съществуващия обем на спестяванията. От 3 милиона икономически активни лица, които се очаква да участват, в рамките на общия разход на домакинствата може да разглеждаме дела на потребителския разход - данъци и влогове главно като фактор, който може да повлияе на общата динамика. Налага се мнението, че стимулирането на участието във фондовете на капиталов принцип може да стане или по линия на увеличаване на реалните доходи на населението, или по линия на намаляване на данъчната тежест, данъчното бреме от ДОД, или пък от осигурителната вноска в задължителната универсална схема за социално осигуряване.

**ДИКРАН ТЕБЕЯН, ЗАМ.-ПРЕДСЕДАТЕЛ НА БСК, ПРЕДСЕДАТЕЛ НА НС НА НОИ:**

Никой не загатва за това, че средствата, които ще се натрупват във фондовете за задължително допълнително осигуряване, особено през 2002 г., когато ще стартират и универсалните фондове, ще започнат да растат лавинообразно. Г-н Абаджиев каза, че дори и сега по-малкият обем средства, които са набрани по линия на доброволното осигуряване, т. е. по линия на третия стълб, среща сериозни трудности с инвестирането. Ние даваме ли си сметка къде ще бъдат инвестирани средствата, когато започнат да растат в геометрична прогресия, както ще стане след 2002 г.? Сега държавата се стреми да намали държавния дълг, стреми се да ограничи емисиите на ДЦК, емисиите на дългосрочни книжа също са ограничени. Аз питам: Има ли възможност сравнително по-краткосрочният дълг на държавата да бъде трансформиран в дългосрочен с оглед по този начин да създадем ДЦК, в които пенсионните фондове да инвестират дългосрочен ресурс?

Другият проблем, който възниква, са корпоративните ценни книжа. Когато чета специализираната литература, ми прави впечатление, че се предлага държавата да пусне на капиталовия пазар част от акциите на атрактивните държавни дружества, които все още не са приватизирани. И отново си мисля, че това е едно временно решение, защото много скоро ще свършат и тези дружества, които подлежат на приватизация. Възниква следващият въпрос - сегашното наше законодателство стимулира ли компаниите, дружествата да наберат инвестиционен капитал чрез емитиране на акции и облигации на капиталовия пазар. В момента има редица ограничения в тази насока. И не е случаен фактът, че само една компания - ProSoft, емитира облигационен заем и никой друг не се опитва. Не е случаен фактът, че много от дружествата, които бяха обявени за публични, сега се чудят дали да използват дадените им в закона възможности, за да излязат от този статут. Спират ги високите такси на Държавната комисия за ценни книжа? Тук отварям скоба, тъй като присъства и д-р Петър Бояджиев, за да кажа, че са високи и таксите на Агенцията за осигурителен надзор. За мен като представител на бизнеса високите такси означават скрито данъчно облагане.

**ЙОРДАН ХРИСТОСКОВ, УПРАВИТЕЛ НА НОИ:**

Представените прогнози за акумулираните средства в пенсионните фондове по мое мнение са коректно направени. Действително ще има едно лавинообразно нарастване на средствата в тези фондове и това означава, че от страна на търсенето ще има сериозен натиск върху капиталовия пазар. Само за първите пет месеца на тази година

в НОИ са събрани за допълнително пенсионно осигуряване за професионалните фондове, които все още не са регистрирани в съда, тъй като нямаме лицензирани дружества, средства в размер на 7 140 000 лв. Очакваме до края на годината да се акумулират някъде около 15-16 млн. лв. Тъй като ние нямаме правомощие да управляваме като истински институционален инвеститор тези средства, онова, което сме направили, е, че сме ги сложили на срочен депозит в БНБ при годишна лихва 2%.

Различните типове пенсионни фондове предлагат различна инвестиционна стратегия поради предназначението на средствата в тях. Тъй като споменах професионалните пенсионни фондове, естествено при тях трябва да се поддържа по-висока степен на ликвидност по две причини: първо, чрез тези фондове ще се изплащат срочни пенсии и, второ, поведението на осигурения е в някаква степен непредсказуемо. Ние не знаем кога той ще реши да се ползва от правата си в рамките на периода, предоставен му от закона за ранно пенсиониране.

Особено висока степен на ликвидност трябва да се поддържа в преходния период до 2009 г., тъй като там, когато осигурените имат възможност да ползват правата си за ранно пенсиониране по сегашните схеми от първия стълб, ще има и обратни трансфери от пенсионните фондове към фонд "Пенсии" на НОИ. Другият вид фондове - универсалните пенсионни фондове - в тях ще се акумулират "най-дълги" пари, което означава, че те ще имат своя специфична ниша на капиталовия пазар. И ми се струва, че основната цел на реформата е да съчетаем икономическите със социалните цели на обществото. Чрез акумулираните средства в тези фондове не само ще се финансира текущият дефицит в бюджета чрез инвестиране в ДЦК, но спокойно могат да се инвестират средства в корпоративни облигации, спокойно може да се участва в изграждането на инфраструктурни обекти, които са с дълъг цикъл на узряване. На трето място, доброволните пенсионни фондове, в които също е акумулирано доста голям ресурс, ще трябва да поддържат една по-висока степен на ликвидност, поради това че част от тези средства вероятно ще бъдат ползвани от хората чрез частични или пълни изтегляния за покриване на текущи нужди на потреблението. Средствата, които са акумулирани за сметка на работодателя, са целеви и по своя характер вече се доближават до средствата, които са в универсалните пенсионни фондове. Т. е. имаме отново една специфика на предназначението на акумулираните средства, която пък поражда различни опции, различни възможности за инвестиране.

**ЕМИЛ ДАКОВ, НАЧАЛНИК-ОТДЕЛ "УЧИТЕЛСКИ ПЕНСИОНЕН ФОНД" КЪМ НОИ:**

Изминаха три години от създаването на учителския пенсионен фонд и средствата в него надминават 27 млн. лв. За разлика от фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване и за фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване Учителският пенсионен фонд е ограничен в инвестирането си от гледна точка на нормативната база. Инструментите при фондовете за допълнително доброволно осигуряване са шест, при фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване са пет, а за Учителския пенсионен фонд са само три. Това са ДЦК, общинските облигации и депозитите. Нашето портфолио на настоящия етап включва тези инструменти, за които законодателят ни е създал възможности. Доходността, която постигна учителският пенсионен фонд през този период, е също много висока и смятаме, че по този начин той е една разумна алтернатива на останалите пенсионни фондове.

**СОФИЯ ХРИСТОВА, ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНО ДРУЖЕСТВО "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ":**

Имаме едно съвсем конкретно предложение, а именно да се помисли за варианта

да бъдат емитирани или да има емисии ДЦК, които да се предложат специално и само на пенсионните фондове. Ние се убедихме, че трябва да се търсят дълги инвестиционни инструменти за инвестиране активите на пенсионните фондове, макар и това да бъдат дългосрочни ДЦК. Изпитваме невероятна нужда от инвестиции, и то от дългосрочни инвестиции, а такива не се предлагат на пазара или са недостатъчно.

**ПЕТЪР БОЯДЖИЕВ, ДИРЕКТОР НА ДЪРЖАВНАТА АГЕНЦИЯ ЗА ОСИГУРИТЕЛЕН НАДЗОР:**

Една от пречките за по-голямо инвестиране е не толкова законодателството, а това, че досега пенсионните фондове все още не са лицензирани. Агенцията за осигурителен надзор е в готовност да приема документите за лицензиране на доброволните пенсионни фондове и не след дълго след това ще започне и процедурата по лицензиране на доброволните здравноосигурителни дружества.

Аз мисля, че пенсионните фондове не са използвали всички възможности, които им дава законът, за да инвестират. Всеизвестен е фактът, че икономиката се нуждае от свежи пари и в същото време тези нови собственици независимо какви са, от какъв калибър, от каква националност, се страхуват или не желаят да емитират ценни книжа, облигации, акции и т. н. Подготвили сме проектонаредба за оценка на активите на пенсионните фондове. При доброволните здравноосигурителни фондове няма индивидуални партии и при тях проблемът не е толкова в свободните средства за инвестиции, проблемът е точно обратният - дали ще стигнат парите за разходите, които имат те. По мои преценки ще се появи един дефицит около 400 млн. лв.

**ДИМИТЪР РУМЕНОВ, ЦЕНТЪР ЗА ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ:**

Ако приемем, че в момента наистина има над 200 милиона в Националната здравноосигурителна каса, които са в БНБ, дали това е най-добрият начин за една институция, която обхваща 8 600 000 души, колкото сме в България. Вече се постави въпросът за дългосрочните инвестиции, инструментите за дългосрочни инвестиции. При частните здравноосигурителни фондове съществуват огромни проблеми за техните инвестиции, защото в закона изобщо не е регламентирано къде, как и в какво могат да инвестират. На тях също ще им трябват и краткосрочни инструменти точно поради тази причина, че могат да настъпят плащания с различен матуритет и различен принцип, различен от този на пенсионните фондове.

**СТРАХИЛ ВИДЕНОВ, ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР НА ТБ "БЪЛГАРИЯ ИНВЕСТ" АД:**

Искам на този форум да споделя опита си от времето, повече от една година, като ръководещ работата по сключване на договор за управление инвестициите на доброволен пенсионен фонд "Алианс България". Заложени са мини в нормативната уредба, касаеща и регламентираща дейността на доброволните пенсионни фондове. Така в проекта за оценка степента на риска не могат да се прилагат минималните стойности, не може да се стигне до баланс между критериите за доходност и инвестиции, както и между ликвидност, риск и доходност. По мое мнение в тази наредба сериозни изменения следва да претърпят стойностите за отделни групи инвестиции, видовете инвестиции в зависимост от матуритета и от гаранциите, които се дават. В този си вид наредбата връзва ръцете на всички инвестиционни посредници, които биха работили по договор за управление на инвестициите на който и да било пенсионен фонд.

От друга гледна точка Законът за доброволно допълнително пенсионно осигуряване с тези 10% инвестиции в чужди книжа според мен също ограничава възможнос-

тите за постигане на доходност при инвестиране в държавно гарантирани облигации, емитирани от правителства на страни, членки на ЕС, на американското правителство и ред други държави, които биха могли да се утвърдят със списък-приложение към наредбата.

Искам да използвам случая да благодаря на представителите на USID, които така масирано подготвят инвеститорите за развитието на този пазар, и да съобщя, че в съвсем близко време се очаква пускането на облигационна емисия на 3-4 компании, които са достатъчно рентабилни, познават се от бизнессредите. Коментирайки с колеги и инвестиционни посредници, се питаме дали наистина емисии от порядъка на 7-8 милиона евро биха се поели от пазара.

#### БИСЕР МАНОЛОВ, ОТ СДРУЖЕНИЕТО НА ДИЛЪРИТЕ:

Един пазар е ликвиден, когато във всеки един момент може да получиш цена за купуване и за продаване. В момента на нашия капиталов пазар обемите в рамките на годината са между 100 и 150 млн. USD. Аз не мога да си представя, ако два фонда, пенсионни примерно, си сипят парите на този пазар, какво ще стане. Тук се спомена, че трябва да има и по-либерално отношение към това, че фондовете ще могат да си инвестират парите навън. Първият ми въпрос веднага е, а как ще бъде застрахован валутният риск, защото фондът де факто натрупва пасиви в левове, а ще има експозиция в долари, примерно в американски облигации, при условие че липсва паричен пазар.

В момента банките са свръхликвидни, фондовете са свръхликвидни, същевременно има компании, които жадуват, бленуват за финансиране, за оборотни средства и реално погледнато, това не може да стане, тъй като виталната връзка "паричен пазар" в момента не съществува. Аз съм убеден, че не трябва да се разрешава на пенсионните и здравните фондове да инвестират на капиталовия пазар. Смущава ме и фактът как един пенсионен фонд може да финансира някакъв проект. Няма значение дали е държавен или частен. Как самият вложител ще черпи информация, доколко тази инвестиция е успешна.

#### ВЛАДИМИР КАРОЛЕВ, БЪЛГАРСКИ ПОСТПРИВАТИЗАЦИОНЕН ФОНД:

Паричният пазар е не по-малко рисков от пазара на акции и това е христоматийна истина. Аз не виждам в обозримо бъдеще как ще се подобри ликвидността на т. нар. фондов пазар, която е близко до нулата. Половин пенсионен фонд да поиска да реализира част от кешовите си ресурси на фондовия пазар, той ще загине. Това обаче е проблем на държавната администрация, която в продължение на много години обещава, че идват емисиите на т. нар. булчипове (част от тях междуременно бяха затворени и никога няма да излязат), като "Соди"-Девня, МДК-Пирдоп, а също БТК. Основният проблем пред бъдещата доходност на пенсионните фондове е дали ще има достатъчно емисии на акции, на облигации от емитенти, които могат да създадат необходимата ликвидност.

Не са добре регламентирани инвестиционните ограничения пред осигурителните фондове. Как ще се осигури доходност, когато 50% от активите на пенсионния фонд трябва да бъдат инвестирани в ценни книжа, издадени и гарантирани от държавата, и само 10% могат да бъдат в ДЦК, гарантирани от други държави. Ами аз все още мисля, че дълги години напред емисията, направена от САЩ, Япония или от страна от ЕС, е много по-гарантирана, отколкото емисията, направена от българската държава. Не виждам каква е логиката в такова ограничение, освен ако не искаме да прехвърляме пари от един държавен джоб в друг. Същото се отнася и за общинските облигации. Най-много

2-3 общини в далечно бъдеще могат да направят някаква по-сериозна емисия, и то ако не се провали първата емисия на Софийска община.

Много е малък и процентът за недвижимо имущество и ипотечи. Защо трябва тя да е само 5%, ако инвестицията е добре направена в недвижимо имущество - тя е изключително сигурна. Това ограничение ще доведе първо до голяма стагнация на пазара на недвижимо имущество, но по-важното е, че това ще доведе до лишаване на пенсионните фондове от един продукт.

**МАРИЯ БАЦИНОВА, ГЛАВЕН ЕКСПЕРТ В ОТДЕЛ "ЕМИСИИ НА ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ" В МИНИСТЕРСТВО НА ФИНАНСИТЕ:**

Аз ще се спра на възможността за инвестиране на осигурителните фондове в държавни ценни книжа. Едната възможност за инвестиране е чрез първичните дилъри, търговските банки, инвестиционните посредници, финансово-брокерските къщи на първичния пазар. Другата е чрез закупуване на ДЦК от вторичния пазар. Пред Министерството на финансите стоят няколко неясни въпроса - с какъв свободен ресурс ще разполагат фондовете, какъв ще бъде интересът им към ДЦК, и какъв надзор ще бъде упражняван върху тях. Надзорът има връзка с това, че може да се помисли за емисии ДЦК, които да бъдат предназначени специално за тези фондове. Комисията за оценка и избор на първични дилъри на ДЦК би могла да допусне участието на тези фондове пряко на първичния пазар, а не чрез участието им чрез други първични дилъри. На това засега е само един проект.

**ГЕОРГИ ГЕОРГИЕВ, ДИРЕКТОР НА ДИРЕКЦИЯ "ЛИЦЕНЗИРАНЕ" В ДАОН:**

Ако не се намерят решения на поставените тук въпроси, може да стане и много късно. Аз ще направя няколко конкретни предложения. Цифрата е от порядъка на 1,2 млрд. USD, защо не се дадат възможности за финансиране на средства от пенсионните фондове с определени държавни гаранции на извънкапиталовите и финансовите пазари. На второ място бих поставил въпроса за създаването на механизми и условия за инвестиране на национални и регионални инвестиционни програми, като се намери мястото на ДЦК, но не целеви емисии само за пенсионните фондове. Това трябва да са целеви инвестиционни книжа, ценни книжа, които да събират пари от пенсионните фондове за инвестиционни проекти.

**БОРИС ПЕТРОВ, БНБ:**

Централната банка няма толкова пряко отношение върху процесите по няколко причини. Една от тях е валутният борд, който ограничава БНБ да бъде пазарен субект. Паричният съвет ограничава възможностите ни да предлагаме инвестиционни инструменти. Не възприемам критиката към БНБ за двата процента лихва, при която се поддържат средствата на НОИ. По-скоро НОИ държа парите при нас от безизходица и поради липса на други инструменти. Самата БНБ не получава никакъв доход по привличения ресурс в лева, така че тези 2% ги осигурява инвестирането на валутния резерв в чужбина. Ролята на централната банка е да оказва влияние чрез инструменти, които, макар и ограничени, осигуряват стабилност на банковия сектор. Тя не допуска тази част от инвестициите на фондовете, инвестирани в банките, да бъдат загубени.

Възможността на БНБ да съдейства за развитието на паричните пазари е още по-ограничена, тъй като на практика само с декрети и с нормативна база не може да се създаде пазар. Могат да се регламентират правила, които да създадат условно сигурност на пазара, но не и да се създаде самият пазар. БНБ прави опит за ускоряване

движението на парите. Усилено се работи върху проекта за система за сетълмънт в реално време, който ще улесни плащанията, но и ще съдейства за по-бързата реализация на сделките на капиталовия пазар. Така ще се създаде една нормална пазарна обстановка. БНБ търси възможности, но на този етап тя може да бъде наблюдател, помощник на Министерство на финансите по организирането на емисиите на ценни книжа, тъй като самата тя не е емитент.

В рамките на общата политика на Министерство на финансите по ограничаване на вътрешния дълг една програма ще бъде за сметка на ограничаване на възможностите за инвестиции на търговските банки. Това за мен като централен банкер по-скоро би трябвало да има позитивен краен ефект - търговските банки, лишени от още един инструмент, ще станат по-активни в кредитирането на реалния сектор. Тук се коментира въпросът, защо е толкова ограничена възможността на фондовете да инвестират в чуждестранни инструменти. Ние не третираме чуждестранните инструменти като по-рискови, отколкото вътрешните. Колкото и да декларираме, че е либерален валутният режим, не можем да допуснем неконтролируем износ на капитали. Следователно достатъчно ли е, че активите на банките в доста висок процент се поддържат в чужди банки, за да допуснем на практика активите на тези фондове също да излязат извън страната. Така или иначе те ще формират някакъв вътрешен ресурс. Струва ми се подходящо чрез емитиране на специални вътрешни инвестиционни дългови инструменти да се обогати този пазар.

Задължително условие на доброволните осигурителни институции, които управляват по определени правила, е да предлагат и по-рискови инвестиции, но това трябва да е ясно на инвестиращия, за да не се стигне до изненадите на пирамидите. При всяка инвестиция има риск, но той трябва да е осъзнат. Според мен на първоначалния етап тези институции трябва да инвестират в доходни инструменти, но дозирано рискови. Може да се рискува с такива инструменти, когато има ликвиден пазар и на практика чрез спекулативни операции да се минимизира рискът. Засега капиталовият пазар не е достатъчно ликвиден, за да осигури възможност за бързо освобождаване от рискови активи.

**ГРИГОР ДИМИТРОВ, ГЛАВЕН ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНА СИСТЕМА "СЪГЛАСИЕ":**

2002 г. идва, ние няма да можем да инвестираме нормално нашите средства. Нас не ни устройва това 10% в чужбина и т. н. Политика не се прави с 10% от портфейла, политика се прави с целия портфейл.

**ДОНЧО БАРБАЛОВ, АМЕРИКАНСКА АГЕНЦИЯ ЗА МЕЖДУНАРОДНО РАЗВИТИЕ:**

Това е първата дискусия, която забелязвам, че не се съсредоточава върху някакви тесни области като капиталовите пазари или само пенсионните или здравните фондове. Дискусията върви доста по-широко и се надявам в бъдеще на подобни срещи да присъстват и някои от институциите, които за съжаление не бяха представени. В бъдеще ще има още много какво да се говори и наистина връзката между пенсионните фондове, здравните фондове, капиталовите пазари, банковия сектор е нещо, което би трябвало да се разглежда в своята цялост.

Надявам се, че когато наесен бъдат лицензирани първите пенсионни фондове, ще има още по-интересна и по-ползотворна дискусия.

## СЪДЪРЖАНИЕ

ПЕНСИОННИ СПЕСТЯВАНИЯ В БЪЛГАРИЯ, Габриела СТОЯНОВА .....	3
ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ИНВЕСТИРАНЕ НА ОСИГУРИТЕЛНИТЕ ФОНДОВЕ, Ивайло НИКОЛОВ .....	9
УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ НА ОСИГУРИТЕЛНИТЕ ФОНДОВЕ: ВЪЗМОЖНОСТИ НА ДОМАКИНСТВОТА ЗА УЧАСТИЕ ВЪВ ВТОРИЯ И ТРЕТИЯ СЪЛБ НА СОЦИАЛНОТО ОСИГУРЯВАНЕ, Теодора НОНЧЕВА .....	13
ЗДРАВНОТО ОСИГУРЯВАНЕ И ИНВЕСТИЦИОННИЯТ ПРОЦЕС, Димитър РУМЕНОВ .....	17
Прогнозни таблици, БАДДПО .....	21
<i>Дискусия</i> “ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ИНВЕСТИЦИИ НА СОЦИАЛНООСИГУРИТЕЛНИТЕ ФОНДОВЕ” .....	23

Издава: Български пенсионен проект  
Редактор: Людмила Виденова  
Предпечат: Таня Иванова  
Печат: фирма "Миско" ООД