

## ОСОБЕНОСТИ НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ ПРОЦЕС ПРИ УПРАВЛЕНИЕ НА СРЕДСТВАТА НА ФОНДОВЕТЕ ЗА ДОПЪЛНИТЕЛНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ В БЪЛГАРИЯ

Доц. д-р Пламен Йорданов, [p.yordanov@uni-svishtov.bg](mailto:p.yordanov@uni-svishtov.bg)  
Катедра „Застраховане и социално дело“, СА „Д. А. Ценов“ –  
Свищов

Доц. д-р Валентин Милинов, [v.milinov@uni-svishtov.bg](mailto:v.milinov@uni-svishtov.bg)  
Катедра „Финанси и кредит“, СА „Д. А. Ценов“ - Свищов

Гл. ас. д-р Маргарита Николова, [m.i.nikolova@uni-svishtov.bg](mailto:m.i.nikolova@uni-svishtov.bg)  
Катедра „Застраховане и социално дело“, СА „Д. А. Ценов“ - Свищов

**Резюме:** Обект на изследване е функционирането на осигурителния пазар в България, а предмет – инвестиционният процес при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване. В изложението са проучени съществуващите взаимозависимости между пазарното предлагане на осигурителна защита и инвестиционната компонента в процеса на управление на формираните натрупвания; очертана е регулаторната рамка и са представени основните параметри на инвестиционния процес при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България; изследвана е структурата на инвестиционния портфейл при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България. Поставен е въпросът за търсенето на разумен компромис между рисковете и ползите от евентуално либерализиране на инвестиционния процес при управление на средствата на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване в контекста на очертаващата се конкуренция с набиращия популярност и разпространение паневропейски персонален пенсионен продукт.

**Ключови думи:** осигурителен пазар, пазарно предлагане на осигурителна защита, инвестиране на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване.

**JEL:** G23, G11

**CHARACTERISTICS OF THE INVESTMENT PROCESS IN MANAGING  
FINANCIAL RESOURCES OF SUPPLEMENTARY PENSION INSURANCE  
FUNDS  
IN BULGARIA**

**Assoc. Prof. Plamen Yordanov, PhD, [p.yordanov@uni-svishtov.bg](mailto:p.yordanov@uni-svishtov.bg)  
Department of Insurance and Social Security, D. A. Tsenov Academy of  
Economics – Svishtov**

**Assoc. Prof. Valentin Milinov, PhD, [v.milinov@uni-svishtov.bg](mailto:v.milinov@uni-svishtov.bg)  
Department of Finance and Credit, D. A. Tsenov Academy of Economics –  
Svishtov**

**Head Assist. Prof. Margarita Nikolova, PhD, [m.i.nikolova@uni-svishtov.bg](mailto:m.i.nikolova@uni-svishtov.bg)  
Department of Insurance and Social Security, D. A. Tsenov Academy of  
Economics – Svishtov**

**Abstract:** The object of research is the functioning of the social insurance market in Bulgaria, and the subject – the investment process in managing financial resources of supplementary pension insurance funds. The expose examines the existing interdependencies between the market supply of social insurance protection and the investment component in the process of managing the formed accumulations; the regulatory framework is outlined and the main parameters of the investment process in managing financial resources of supplementary pension insurance funds in Bulgaria are presented; the structure of the investment portfolio in managing financial resources of the supplementary pension insurance funds in Bulgaria is studied. The question is raised about the search for a reasonable compromise between the risks and benefits of a possible liberalisation of the investment process in the management of financial resources of supplementary compulsory pension insurance funds in the context of the emerging competition with the Pan-European Personal Pension Product, which is gaining popularity and distribution.

**Key words:** social insurance market, market supply of social insurance protection, investing financial resources of supplementary pension insurance funds.

**JEL:** G23, G11

## **ОСОБЕНОСТИ НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ ПРОЦЕС ПРИ УПРАВЛЕНИЕ НА СРЕДСТВАТА НА ФОНДОВЕТЕ ЗА ДОПЪЛНИТЕЛНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ В БЪЛГАРИЯ**

**Доц. д-р Пламен Йорданов, [p.yordanov@uni-svishtov.bg](mailto:p.yordanov@uni-svishtov.bg)  
Катедра „Застраховане и социално дело“, СА „Д. А. Ценов“ - Свищов**

**Доц. д-р Валентин Милинов, [v.milinov@uni-svishtov.bg](mailto:v.milinov@uni-svishtov.bg)  
Катедра „Финанси и кредит“, СА „Д. А. Ценов“ - Свищов**

**Гл. ас. д-р Маргарита Николова, [m.i.nikolova@uni-svishtov.bg](mailto:m.i.nikolova@uni-svishtov.bg)  
Катедра „Застраховане и социално дело“, СА „Д. А. Ценов“ - Свищов**

### **Въведение**

Обект на настоящата разработка е функционирането на осигурителния пазар в България, а предмет – инвестиционният процес при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване.

Отправен пункт (теза) на изследването е разбирането, че пазарното предлагане на осигурителна защита притежава потенциал да се превърне във фактор на финансовата стабилизация на системата на пенсионното осигуряване, във връзка с което е формулирана основната изследователска цел – очертаване на специфичните особености в процеса на инвестиране на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България.

Постигането на така представената основна цел изисква да бъдат решени и поставените конкретни изследователски задачи, а именно:

- проучване на съществуващите взаимозависимости между пазарното предлагане на осигурителна защита и инвестиционния компонент в процеса на управление на формираните натрупвания;

- очертаване на регулаторната рамка и основните параметри на инвестиционния процес при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България;

- изследване на структурата на инвестиционния портфейл при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България.

В разработката са интерпретирани фрагменти от изследователската работа на част от авторите, извършена в хода на изпълнението на Дейност 3. Очертаване спецификата на застрахователния и осигурителния пазар в България в рамките на научноизследователски проект „Социално-икономическа конвергенция на животозастрахователния и осигурителния пазар в България“, финансиран от ИНИ към СА „Д. А. Ценов“ - Свищов. Изследването е съобразено с приложимата нормативна уредба, актуална към 20.11.2022 г. Систематизирана е официално оповестената от Комисията за финансов надзор статистическа информация, отнасяща се за периода 2012 – 2021 г. Извън обхвата на изследователската работа остават както теоретико-методологическите и приложните аспекти на оценката на инвестиционния риск и структурирането на инвестиционните портфейли при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, така и международната практика.

## 1. Организационно-икономически аспекти на пазарното предлагане на пенсионноосигурителна защита

Допълнителното пенсионно осигуряване е специфична икономическа дейност, свързана с набиране и управление на средства чрез трансформирането им в доходоносни активи с цел финансиране извършването на бъдещи плащания по отношение на определени лица, при изпълнение на предварително определени условия и предпоставки и при настъпване на определени събития (Йорданов, 2017). Неговите място и роля в съвременния многоколонен български осигурителен модел са предопределени от разпоредбите на осигурителното законодателство:

- то се провежда в две форми – задължителна<sup>1</sup> и доброволна, чрез участие в универсални, професионални и доброволни<sup>2</sup> пенсионни фондове<sup>3</sup> (Кодекс за социално осигуряване. ДВ., бр. 110 от 1999 г., стр. чл. 120а, ал. 1);

- основава се на капиталопокривен принцип на финансиране, следва логиката на схемите с дефинирани вноски и разпределение на средствата по индивидуални партии на лицата (Кодекс за социално осигуряване. ДВ., бр. 110 от 1999 г., стр. чл. 125, ал. 2; чл. 128, ал. 1; чл. 209, ал. 2; чл. 210, ал. 2)

- дава право на различни по своя характер и основание плащания, като дължима насрещна престация за натрупани осигурителни права при участие във фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, регламентирани с текстовете на чл. 139, чл. 142 и чл. 212, ал. 1 и 2 от Кодекса за социално осигуряване.

Появата на допълнителното пенсионно осигуряване в съвременното на България е обусловено от обществено-икономическите трансформации от началото на деветдесетте години на XX век, а развитието му е свързано с навлизането на конкурентното начало при предлагането на осигурителна защита, постепенното налагане на пазарни принципи при организацията на осигурителните отношения и утвърждаване на специфичните правила на функциониране на осигурителния пазар.

Според Н. Павлов, осигурителният пазар е икономическото пространство, в което се осъществява диалогът и се реализират интересите на субектите, търсещи и предлагащи осигурителни продукти и услуги. Чрез него осигурителните продукти стават публично достояние в условията на доброволен избор и конкуренция, а социалноосигурителната защита се вгражда в структурата на икономиката, като ѝ придава специфични измерения в ракурса на пресечната точка между необходимите (и желани) социални и икономически оправданите (и възможни) мотивиращи ефекти и решения. (Павлов, 2007, стр. 76 и сл.).

---

<sup>1</sup> Задължителността следва да бъде възприемана с известни условности, предвид регламентираното през 2015 г. право на избор на участие на лицата във фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване. (Кодекс за социално осигуряване. ДВ., бр. 110 от 1999 г., стр. чл. 4б; чл. 4в)

<sup>2</sup> В случая понятието доброволни пенсионни фондове е представително за фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване (наричани по-нататък за краткост на изложението доброволни пенсионни фондове от класически тип) и фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми.

<sup>3</sup> Извън обхвата на настоящата разработка остават фондовете за извършване на плащания. Техният статут е уреден с изменения и допълнения в Кодекса за социално осигуряване, обнародвани в ДВ, бр. 19 от 05.03.2021 г. Броят на пенсионноосигурителните дружества, управляващи фонд за извършване на пожизнени плащания през периода 01.09.2021 – 31.12.2021 г., е седем. Броят на пенсионноосигурителните дружества, управляващи фонд за разсрочени плащания през периода 01.09.2021 – 31.12.2021 г., е девет.

Развитието на осигурителния пазар в съвременното икономическо пространство следва да бъде свързано с обективната невъзможност на публичните осигурителни системи да гарантират желаните като обхват и равнище параметри на предоставяната от тях осигурителна защита. От такива позиции търсенето на осигурителния пазар следва да бъде отъждествявано с поведението на лицата и/или техните работодатели, насочено към удовлетворяване на появилата се осъзната конкретна потребност от:

- осигурителна защита, допълваща плащанията, предоставяни от публичното социално осигуряване при настъпване на покрит осигурителен риск по отношение на осигурени лица, или

- осигурителна защита в полза на лица, които, по една или друга причина, остават извън обхвата на публичното социално осигуряване, или

- осигурителна защита при настъпване на събития, които, по една или друга причина, остават извън кръга на покритите от публичното социално осигуряване рискове.

Предлагането на осигурителния пазар, от своя страна, следва да бъде обвързано и с поведението на икономически субекти с капацитет да организират и администрират провеждането на желаната от лицата (и/или техните работодатели) осигурителна защита и да гарантират извършването на съответните конкретни плащания.

Осигурителната защита, която се търси и предлага на осигурителния пазар, е конкретизирана в персонален, в рисков и във финансов аспект. Конкретизацията в персонален аспект обвързва провеждането на осигуряването с определено лице. Конкретизацията в рисков аспект обвързва правото на плащане с настъпване на предварително определено събитие (и съпътстващите го неблагоприятни последици). Конкретизацията във финансов аспект представя плащането като дължима насрещна престация и обвързва неговия размер както с предварителното участие с вноски при формирането на натрупвания със строго определено целево предназначение, така и с тяхното рационално управление с оглед запазване (а по възможност - и нарастване) на реалната им стойност във времето. Налага се изводът, че това, което се предлага на осигурителния пазар, е преди всичко деклариран, доказан и гарантиран капацитет за акумулиране на ресурс, неговото доходно диверсифицирано управление при условията на оптимален инвестиционен риск и поддържане на текуща платежоспособност чрез адекватна ликвидност на активите, съобразно очакваното настъпване на пораждащите отпускане на плащания събития при отчитане на финансовия принос на лицата. Това дава основание да приемем, че осигурителният пазар е относително самостоятелна част от пазарната инфраструктура, обособила се по повод удовлетворяване на специфичните потребности от осигурителна защита, предоставяна като насрещна престация, дължима срещу частите от текущ минал доход, заделени под формата на осигурителни вноски с отложено във времето потребление, в условията на свобода на избора в конкурентна, но регулирана и координирана от държавата среда. Представено от такива позиции, функционирането на осигурителния пазар наподобява функционирането на пазара на финансови продукти и услуги, а неговото рационално и успешно функциониране е обусловено от провеждането на рационален и успешен инвестиционен процес.

## 2. Регулаторна рамка и основни параметри на инвестиционния процес при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България

Инвестирането на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България се осъществява в условията на конкурентна, пазарна, но и строго регулирана от страна на държавата среда:

- чл. 175 и чл. 249 от Кодекса за социално осигуряване утвърждават надеждността, ликвидността, доходността и диверсификацията като фундаментални принципи на осъществявания от пенсионноосигурителните дружества инвестиционен процес;

- с чл. 175а, чл. 249 и чл. 251в от Кодекса за социално осигуряване е въведено задължение за управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване съобразно разработена от съответното пенсионноосигурително дружество и одобрена от Комисията за финансов надзор инвестиционна политика;

- чл. 176, чл. 249 и чл. 250 от Кодекса за социално осигуряване конкретизират инвестиционните инструменти, допустими за използване при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване;

- с чл. 177, чл. 179 и чл. 249 от Кодекса за социално осигуряване са въведени забрана за инвестиране и ограничения на сделките при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване;

- чл. 178, чл. 178а, чл. 179а и чл. 251 от Кодекса за социално осигуряване въвеждат изисквания към структурата на инвестиционния портфейл чрез лимити на допустимите инвестиции в определени инвестиционни инструменти;

- управлението на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, съгласно чл. 179б и чл. 249, е обвързано с извършване на сделки за намаляване на инвестиционния риск;

- чл. 179в и чл. 249 от Кодекса за социално осигуряване задължават пенсионноосигурителното дружество да утвърждава и прилага правила и процедури за наблюдение, оценка и управление на инвестиционния риск при опериране със средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване.

Показателни за параметрите на инвестиционния процес и за постигнатите резултати, са регулярно оповестяваните от Комисията за финансов надзор официални статистически данни, отнасящи се за периода 2012 – 2021 г:

- Общият размер на нетните активи на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в края на 2021 г. достига 19 557 151 хил. лв., което представлява 23,66% от произведения Брутен вътрешен продукт. Най-голям е размерът на нетните активи на универсалните пенсионни фондове – 16 743 313 хил. лв., което е естествено отражение на масовия характер на осигуряването в тях. (вж. Таблица 1)

Таблица 1. Нетни активи на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България през периода 2012 – 2021 г.

	Година									
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Нетни активи, хил. лв.										
УПФ	448712 9	546746 4	663801 4	765802 4	8899563	1053598 3	1119317 9	1321228 0	1476132 0	1674331 3
ППФ	568928	659910	760085	832851	935501	1057566	1078218	1203342	1284149	1412916
ДПФ	620379	674602	757608	837050	910410	1055468	1077561	1194677	1230514	1382349
ДПФП С	5434	7160	8842	10057	11803	14137	14485	16573	18311	18573

Общо	568187 0	680913 6	816454 9	933798 2	1075727 7	1266315 4	1336344 3	1562687 2	1729429 4	1955715 1
Нетни активи спрямо БВП, %										
УПФ	5,43	6,62	8,03	9,27	10,77	12,75	13,54	15,99	17,86	20,26
ППФ	0,69	0,80	0,92	1,01	1,13	1,28	1,30	1,46	1,55	1,71
ДПФ	0,75	0,82	0,92	1,01	1,10	1,28	1,30	1,45	1,49	1,67
ДПФП С	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Общо	6,87	8,24	9,88	11,30	13,02	15,32	16,17	18,91	20,93	23,66

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021); НСИ (Инфостат: Брутен вътрешен продукт, производствен метод, национално ниво, годишни данни по текущи цени, млн. лв., 2012 - 2021)

- Общият размер на инвестираните средства на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в края на 2021 г. достига 17 744 997 хил. лв., което представлява 90,45% от общия размер на нетните активи на фондовете и 21,47% от произведения Брутен вътрешен продукт. (вж. Таблица 2)

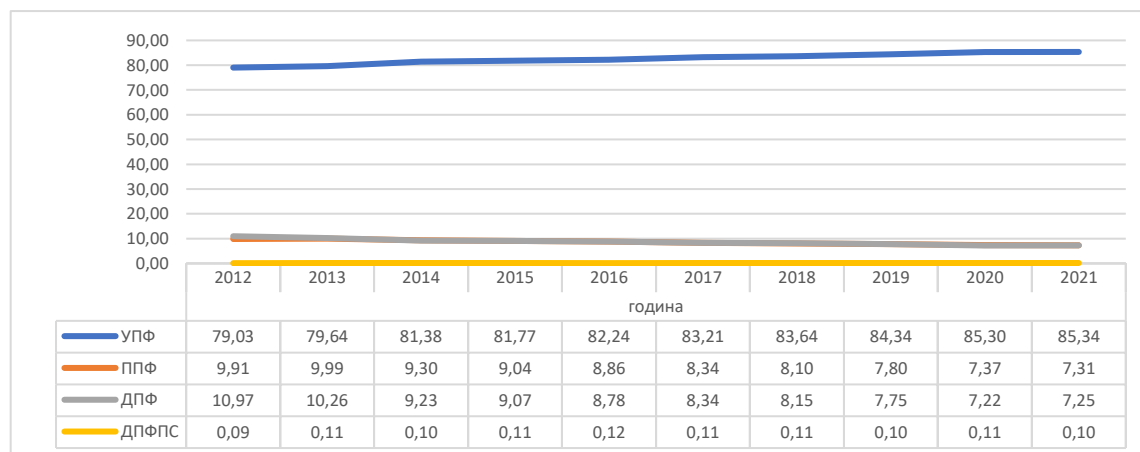
Таблица 2. Инвестирани средства на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България през периода 2012 – 2021 г.

Инвестирани средства на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, хил. лв.										
УПФ	431173 1	492457 5	636240 2	698013 3	777062 5	9927087	1019774 5	1220141 9	1362885 4	1514433 8
ППФ	540850	618027	726893	771961	837617	994725	987518	1128818	1176973	1296717
ДПФ	598409	634406	721403	774043	829354	994722	994160	1121408	1153950	1286585
ДПФП С	5168	6859	7647	9643	11349	13593	13043	15030	17229	17357
Общо	545615 8	618386 7	781834 5	853578 0	944894 5	1193012 7	1219246 6	1446667 5	1597700 6	1774499 7
Инвестирани средства спрямо нетните активи, %										
УПФ	96,09	90,07	95,85	91,15	87,31	94,22	91,11	92,35	92,33	90,45
ППФ	95,06	93,65	95,63	92,69	89,54	94,06	91,59	93,81	91,65	91,78
ДПФ	96,46	94,04	95,22	92,47	91,10	94,24	92,26	93,87	93,78	93,07
ДПФП С	95,10	95,80	86,48	95,88	96,15	96,15	90,04	90,69	94,09	93,45
Инвестирани средства спрямо БВП, %										
УПФ	5,22	5,96	7,70	8,45	9,40	12,01	12,34	14,76	16,49	18,32
ППФ	0,65	0,75	0,88	0,93	1,01	1,20	1,19	1,37	1,42	1,57
ДПФ	0,72	0,77	0,87	0,94	1,00	1,20	1,20	1,36	1,40	1,56
ДПФП С	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Общо	6,60	7,48	9,46	10,33	11,43	14,44	14,75	17,50	19,33	21,47

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021); НСИ (Инфостат: Брутен вътрешен продукт, производствен метод, национално ниво, годишни данни по текущи цени, млн. лв., 2012 - 2021).

- Делът на инвестираните средства на универсалните пенсионни фондове в общия размер на инвестираните средства на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България нараства от 79,03% през 2012 г. до 85,34% в края на 2021 г., при регистрирано през периода намаление на дела на инвестираните средства на професионалните пенсионни фондове и на доброволните пенсионни фондове от класически тип и леко колебание на дела на инвестираните средства на фонда за доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми<sup>4</sup> на равнище около 0,1%. (вж. Фигура 1)

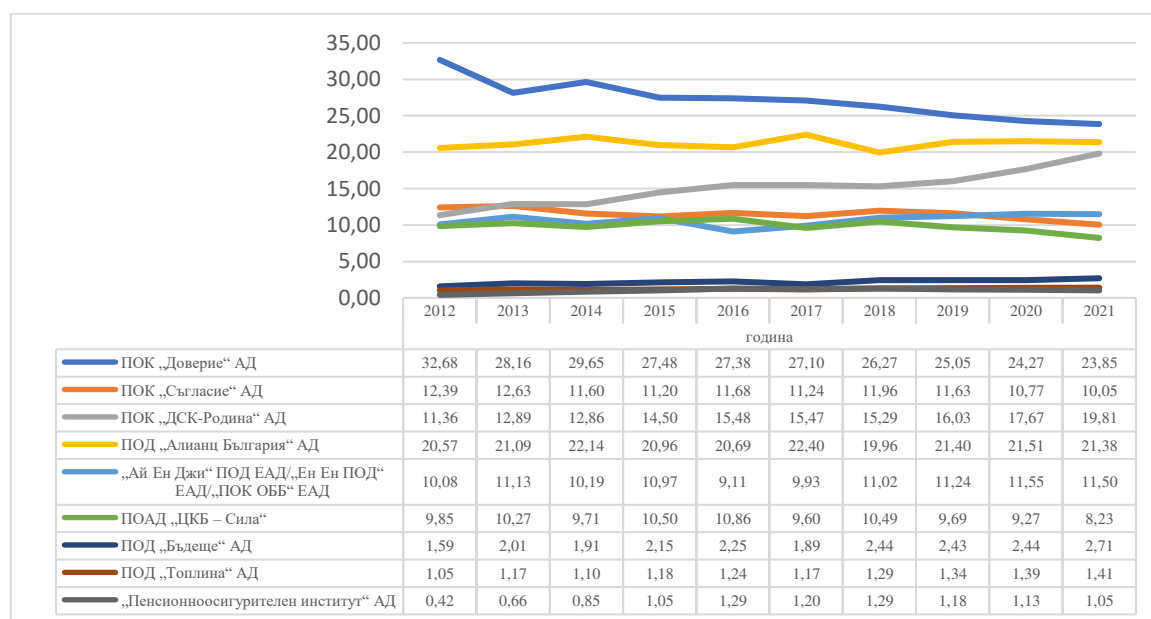
<sup>4</sup> През периода 2012 – 2021 г., а и към момента, единствено ПОК „ДСК Родина“ АД осъществява дейност и управлява доброволен пенсионен фонд по професионални схеми.



Фигура 1. Разпределение на инвестираните средства по видове фондове за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – Изчисления по данните от Таблица 1.

- Размерът на инвестираните средства на универсалния пенсионен фонд, управляван от ПОК „Доверие“ АД е с най-голям (макар и намаляващ) дял в общия размер на инвестираните средства на универсалните пенсионни фондове – 23,85% в края на 2021 г. при 32,68% в края на 2012 г. Размерът на инвестираните средства на универсалния пенсионен фонд, управляван от ПОД „Алианц България“ АД, с леки колебания, е с относително постоянен дял в общия размер на инвестираните средства на универсалните пенсионни фондове - около и малко над 21% (21,38% в края на 2021 г.), при отчетени екстремални стойности, съответно 22,40% през 2018 г. и 19,96% през следващата 2020 г. Делът на размера на инвестираните средства на универсалния пенсионен фонд, управляван от ПОК „ДСК Родина“ АД, в общия размер на инвестираните средства на универсалните пенсионни фондове през периода трайно нараства и в края на 2021 г. е 19,81% при 11,36% в края на 2012 г. (вж. Фигура 2).

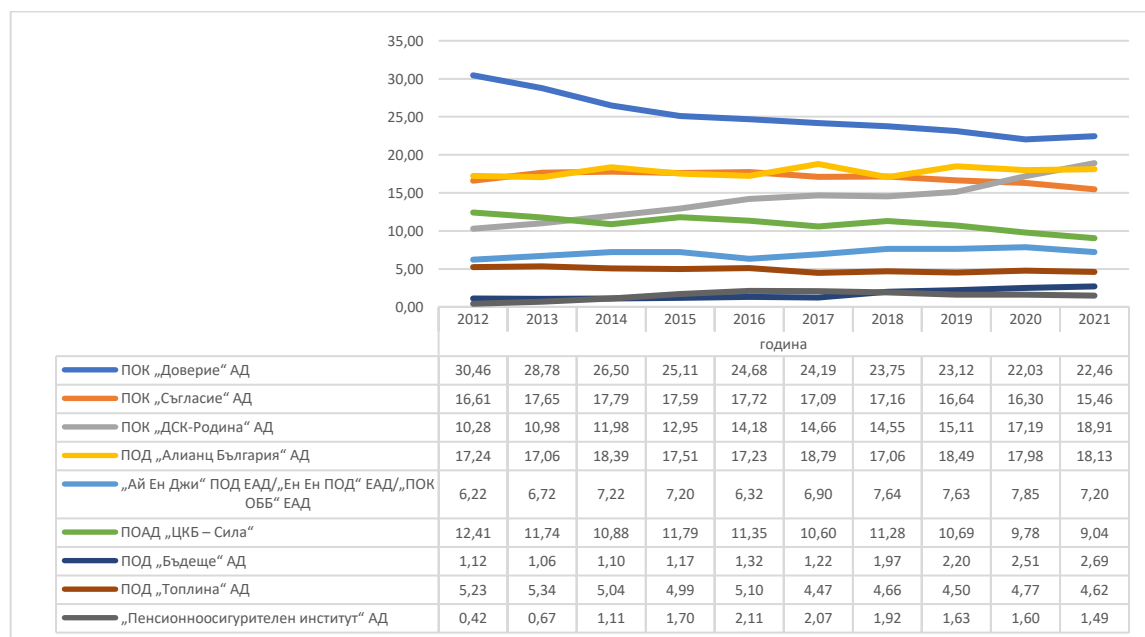




*Фигура 2. Разпределение на инвестираните средства на универсалните пенсионни фондове по управляващи дружества за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.*

*Източник – Изчисления по данните от Таблица 1.*

- Размерът на инвестираните средства на професионалния пенсионен фонд, управляван от ПОК „Доверие“ АД, е с най-голям (но също намаляващ) дял в общия размер на инвестираните средства на професионалните пенсионни фондове – 22,46% в края на 2021 г. при 30,46% в края на 2012 г. На второ място по дял на инвестираните средства в общия размер на инвестираните средства на професионалните пенсионни фондове в края на 2021 г. е фондът, управляван от ПОК „ДСК Родина“ АД - 18,91%, при дял на инвестираните средства в общия размер на инвестираните средства на професионалните пенсионни фондове в края на 2012 г. 10,28%. В края на 2021 г. фондът, управляван от ПОД „Алианц България“ АД, отстъпва второто място с дял на размера на инвестираните средства в общия размер на инвестираните средства на професионалните пенсионни фондове 18,13%, при стойност на показателя през 2012 г. 17,24%. (вж. Фигура 3)



*Фигура 3. Разпределение на инвестираните средства на професионалните пенсионни фондове по управляващи дружества за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.*

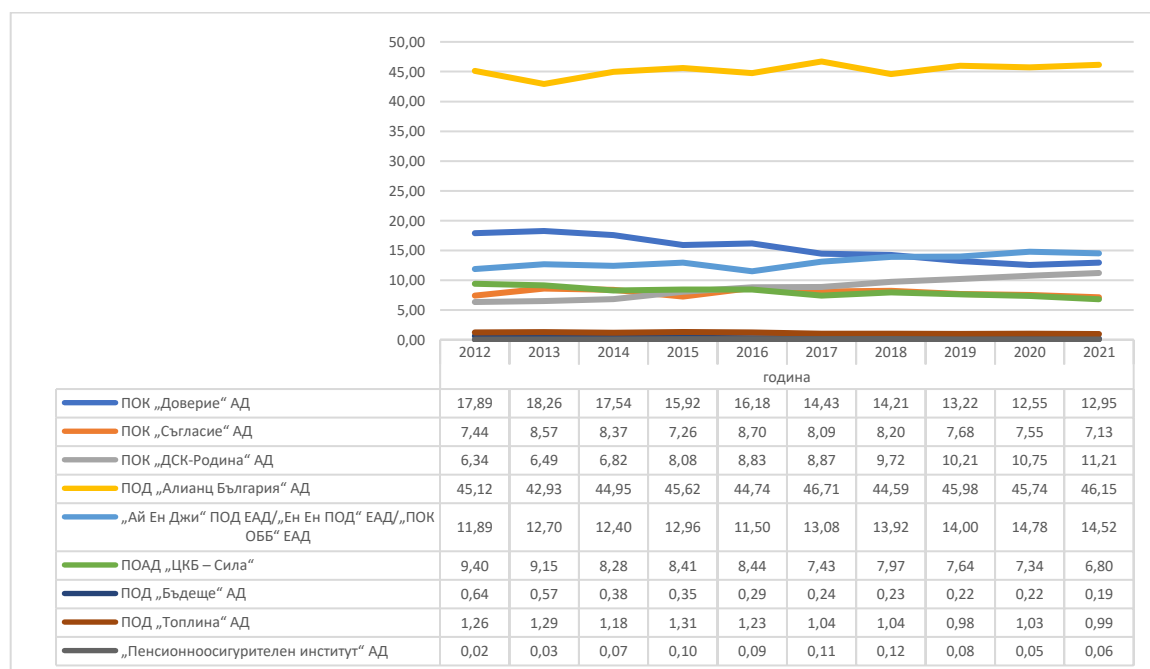
*Източник – Изчисления по данните от Таблица 1.*

- В края на 2021 г., фондът, управляван от ПОК „ОББ“ АД<sup>5</sup>, с дял на размера на инвестираните средства в общия размер на инвестираните средства на доброволните пенсионни фондове от класически тип 14,52% (при дял 11,89% в края на 2012 г.), измества от второто място фонда, управляван от ПОК „Доверие“

<sup>5</sup> През 2015 г. „Ай Ен Джи“ Пенсионноосигурително дружество ЕАД променя наименованието си на „Ен Ен“ Пенсионноосигурително дружество ЕАД. През 2021 г. наименованието на „Ен Ен“ Пенсионноосигурително дружество ЕАД е променено на „Пенсионноосигурителна компания ОББ“ ЕАД.

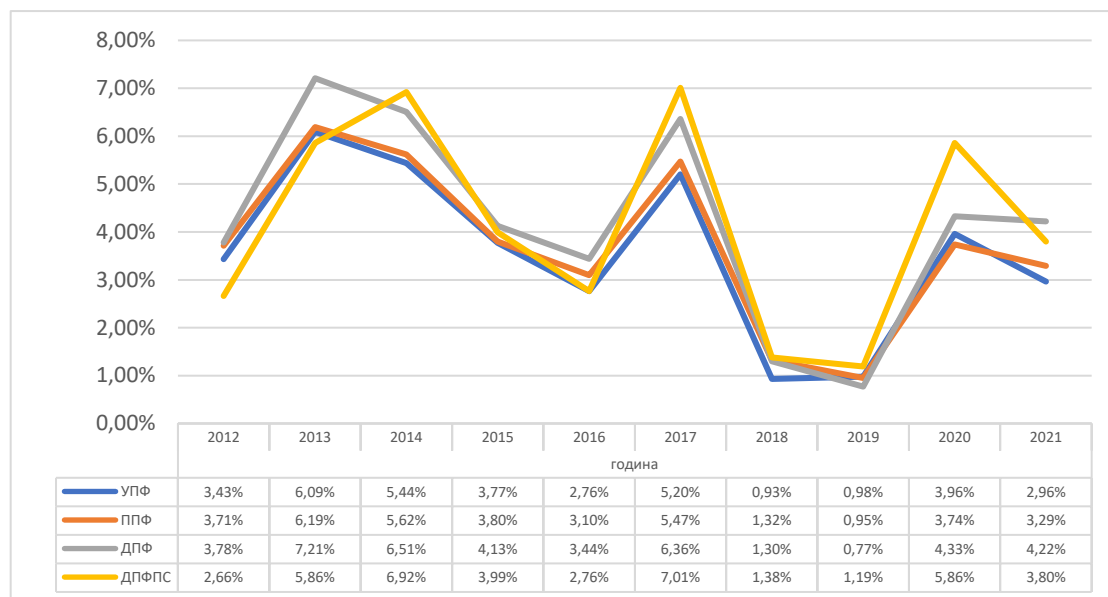
АД (с дял, съответно, 12,95% в края на 2021 г. и 17,89% в края на 2012 г.). През целия период недостижим лидер на осигурителния пазар по този показател е фондът, управляван от ПОД „Алианц България“ АД, с дял в края на 2021 г. 46,15%. (вж. Фигура 4)

- Немодифицираната средна претеглена доходност, постигната при инвестиране на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България, определяна за 2-годишен период, завършващ към последния работен ден на всяка година, варира както във времето, така и по отношение на отделните фондове. Най-високата стойност на показателя през периода 2012 – 2021 г. е отчетена в края на 2013 г., като обобщаваща характеристика на управлението на средствата на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване от класически тип – 7,21%, при постигната доходност, определена в края на същата година, съответно, 6,09% при управление на средствата на универсалните пенсионни фондове, 6,19% при управление на средствата на професионалните пенсионни фондове и 5,86% при управление на средствата на единствения фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми. Най-ниските стойности на показателя по отделни видове фондове са отчетени, съответно, в края на 2018 г. – 0,93% при управление на средствата на универсалните пенсионни фондове, и в края на 2019 г. – 0,95% при управление на средствата на професионалните пенсионни фондове, 0,77% при управление на средствата на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване от класически тип и 1,19% при управление на средствата на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми. (вж. Фигура 5)



Фигура 4. Разпределение на инвестираните средства на доброволните пенсионни фондове по управляващи дружества за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – Изчисления по данните от Таблица 1.



*Фигура 5. Немодифицирана средна претеглена доходност при инвестиране на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България за 2-годишен период, завършващ към последния работен ден на всяка година, постигната през периода 2012 – 2021 г.*

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

Немодифицираната средна претеглена доходност, постигната при инвестиране на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България, определяна за 2-годишен период, завършващ към последния работен ден на всяка година, отчетени в края на 2021 г. и за четирите вида фондове, са по-ниски в сравнение със стойностите, отчетени в края на 2020 г. – 2,96% при управление на средствата на универсалните пенсионни фондове, 3,29% при управление на средствата на професионалните пенсионни фондове, 4,22% при управление на средствата на доброволните пенсионни фондове от класически тип и 3,80% при управление на средствата на доброволния пенсионен фонд за осигуряване по професионални схеми. През целия период като цяло, стойностите на показателя в рамките на периода 2012 – 2021 г., отчетени за доброволните пенсионни фондове, превишават стойностите на показателя, отчетени за фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване. Това може да бъде обяснено с разрешената от законодателя по-голяма свобода при инвестиране на средствата на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване.

### **3. Структуриране на инвестиционния портфейл при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България**

Въведените регулативни ограничения при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване са определящи както по отношение на структурирането на инвестиционния портфейл, така и по отношение на постигнатите резултати. Оповестяваните от Комисията за финансов надзор официални статистически данни за периода 2012 – 2021 г.

позволяват да бъдат открити, без претенции за изчерпателност, редица особености на осъществявания инвестиционен процес:

- Средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България се инвестират в класически инвестиционни инструменти, представени от Комисията за финансов надзор в процеса на мониторинг, обобщаване и оповестяване на резултатите от дейността на дружествата и фондовете на осигурителния пазар като: (1) Дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от държави-членки на ЕС, други държави или техните централни банки/Дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от държави или техните централни банки, от ЕЦБ, ЕИБ или международни финансови организации в общия размер на инвестициите на универсалните пенсионни фондове<sup>6</sup>; (2) Акции, права и дялове/Акции, права и варанти<sup>7</sup>; (3) Корпоративни облигации; (4) Инвестиционни имоти; (5) Банкови депозити/Влогове в банки<sup>8</sup>; (6) Ипотечни облигации; (7) Общински облигации и (8) Хеджиращи инструменти<sup>9</sup>.

- С най-голям дял в общия размер на инвестираните средства на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване са инвестициите в дългови ценни книжа – 52,89% от общия размер на инвестираните средства на универсалните пенсионни фондове в края на 2021 г. (при дял 37,00% в края на 2012 г.), 46,13% от общия размер на инвестираните средства на професионалните пенсионни фондове в края на 2021 г. (при дял 30,00% в края на 2012 г.), 47,08% от общия размер на инвестираните средства на доброволните пенсионни фондове от класически тип в края на 2021 г. (при дял 28,01% в края на 2012 г.) и 66,39% от общия размер на инвестираните средства на фонда за доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми в края на 2021 г. (при дял в края на 2012 г. 35,31%). Прави впечатление, че през периода 2019 – 2021 г. делът на инвестициите в дългови ценни книжа в структурата на инвестиционния портфейл на универсалните, на професионалните и на доброволните пенсионни фондове от класически тип намалява, а в структурата на инвестиционния портфейл на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми, с леки колебания, се запазва на относително постоянно равнище (вж. Фигура 6).

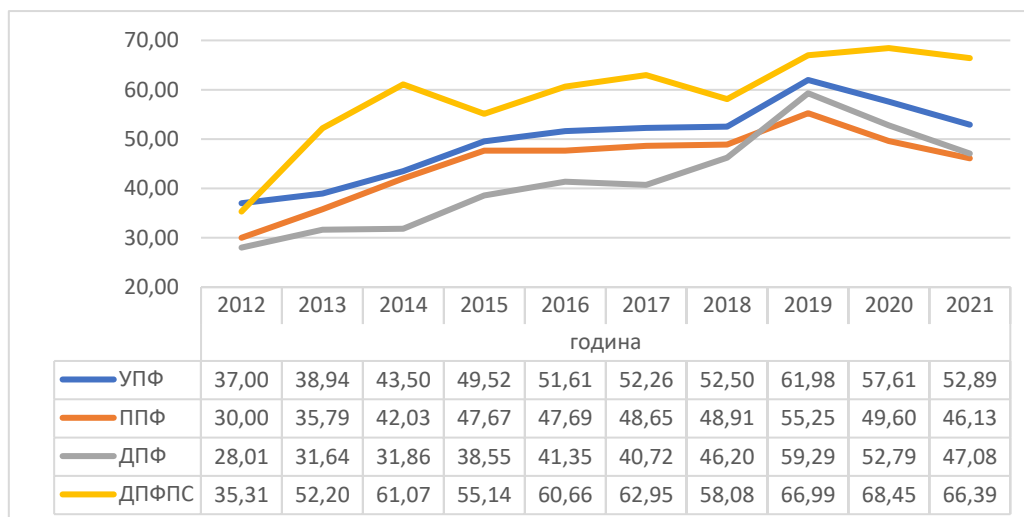
---

<sup>6</sup> Представяни по-нататък за краткост на изложението като дългови ценни книжа.

<sup>7</sup> Представяни по-нататък за краткост на изложението като акции.

<sup>8</sup> Представяни по-нататък за краткост на изложението като банкови депозити.

<sup>9</sup> Оповестените от Комисията за финансов надзор официални статистически данни свидетелстват за нулев интерес към този инвестиционен инструмент в процеса на управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

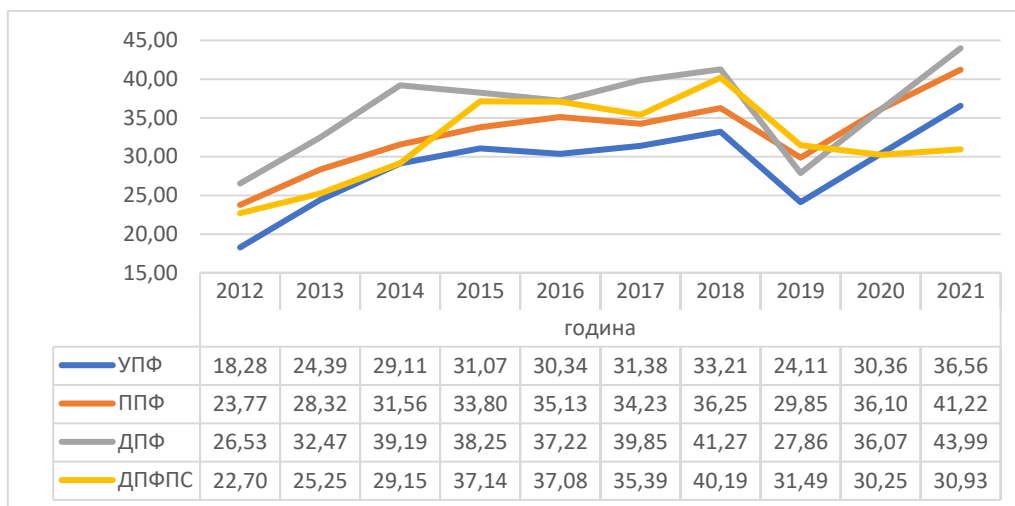


Фигура 6. Дял на инвестициите в дългови ценни книжа при управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

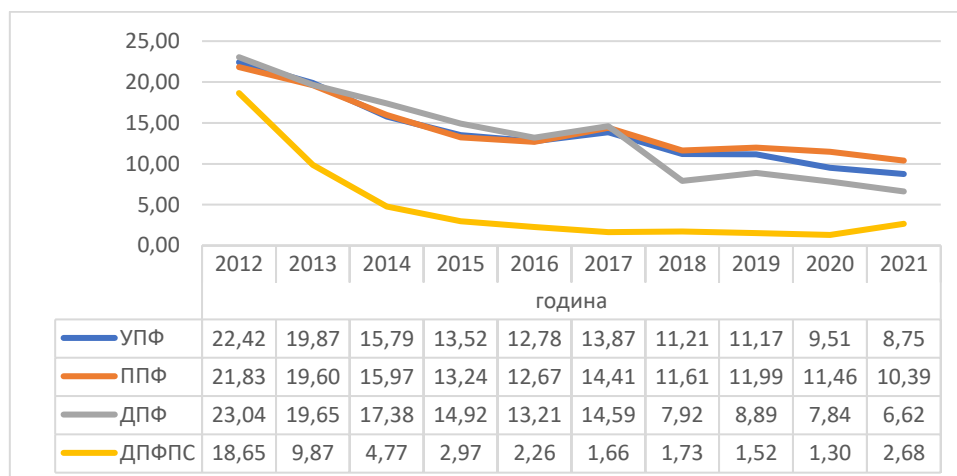
- На второ място по дял в общия размер на инвестираните средства на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване са инвестициите в акции. Делът на инвестициите в акции в общия размер на инвестираните средства за съответния вид пенсионни фондове в края на 2021 г. е най-голям при доброволните пенсионни фондове от класически тип – 43,99%, при стойности на показателя, съответно 26,53% в края на 2012 г. и 27,86% в края на 2019 г. Делът на инвестициите в акции в структурата на инвестиционния портфейл на професионалните и на универсалните пенсионни фондове в края на 2021 г. е съответно, 41,22% и 36,56%, при стойности в края на 2012 г., съответно 23,77% и 18,28%. Делът на инвестициите в акции в структурата на инвестиционния портфейл на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми в края на 2021 г. е 30,93%, при стойност на показателя в края на 2012 г. 22,70%. През периода 2019 – 2021 г. делът на инвестициите в акции в структурата на инвестиционния портфейл на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми леко намалява, но се запазва на относително постоянно равнище около 31%, а в структурата на инвестиционния портфейл на универсалните, на професионалните и на доброволните пенсионни фондове от класически тип чувствително нараства. (вж. Фигура 7)

- Делът на инвестициите в корпоративни облигации в структурата на инвестиционните портфейли на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване намалява (вж. Фигура 8) и в края на 2021 г. е 8,75% при универсалните пенсионни фондове (при дял в края на 2012 г. 22,42%), 10,39% при професионалните пенсионни фондове (при дял в края на 2012 г. 21,83%), 6,62% при доброволните пенсионни фондове от класически тип (при дял в края на 2012 г. 23,04%) и 2,68% при фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми (при дял в края на 2012 г. 18,65% и колебливи изменения в границите от 2,97% до 1,30% през периода 2015 – 2021).



Фигура 7. Дял на инвестициите в акции в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).



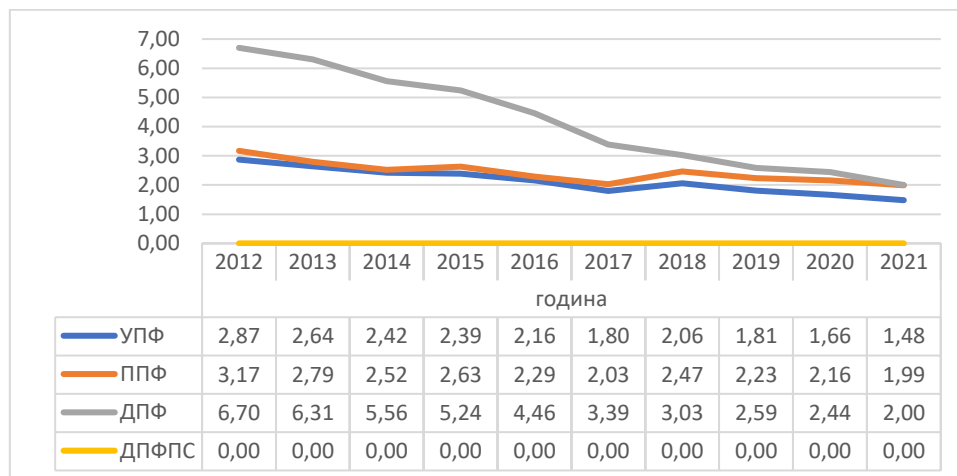
Фигура 8. Дял на инвестициите в корпоративни облигации в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

- Делът на средствата, вложени в инвестиционни имоти, в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване намалява (вж. Фигура 9) и в края на 2021 г. е 1,48% при универсалните пенсионни фондове, 1,99% при професионалните пенсионни фондове и 2,0% при доброволните пенсионни фондове от класически тип, при постоянен нулев интерес към този инвестиционен инструмент в процеса на управление на средствата на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми.

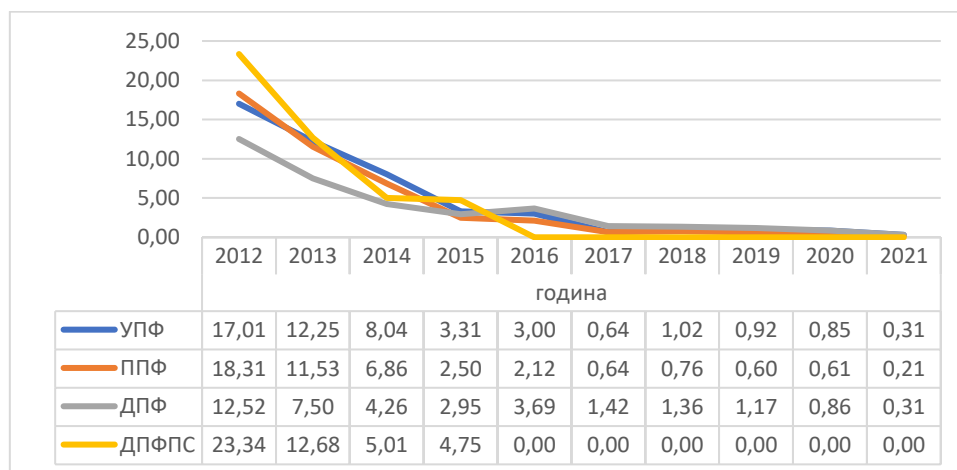
- Делът на инвестициите в банкови депозити в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване рязко намалява от началото на периода до 2016 – 2017 г., след което се задържа

на равнища в границите от 1,42% в края на 2017 г. при доброволните пенсионни фондове от класически тип до 0,21% при професионалните пенсионни фондове през 2021 г., при постоянен нулев интерес към този инвестиционен инструмент в процеса на управление на средствата на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми през периода 2016 – 2021 г. (вж. Фигура 10)



Фигура 9. Дял на вложените средства в инвестиционни имоти в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

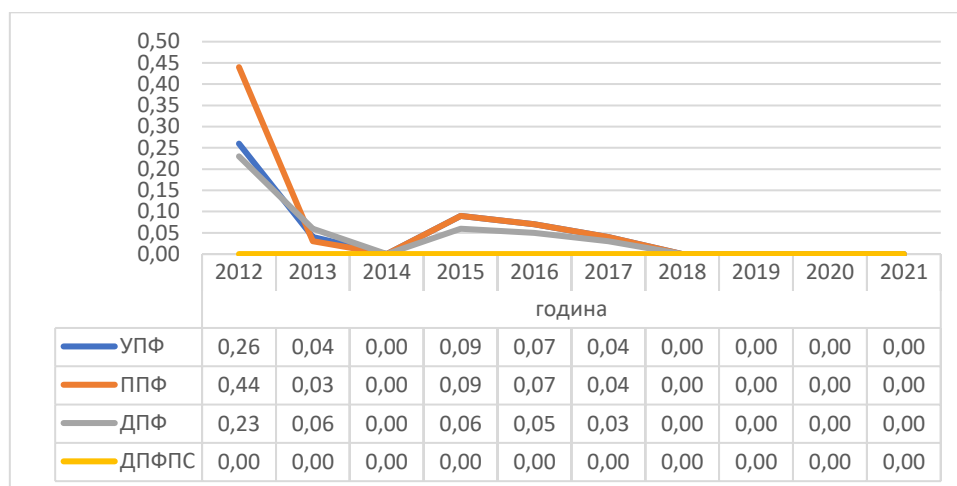


Фигура 10. Дял на инвестициите в банкови депозити в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

- Делът на инвестициите в ипотечни облигации в структурата на инвестиционния портфейл на универсалните, професионалните и доброволните пенсионни фондове в началото на периода е изключително малък (0,26% при универсалните пенсионни фондове, 0,44% при професионалните пенсионни фондове и 0,23% при доброволните пенсионни фондове от класически тип през 2012 г.) и намалява до нулеви равнища през 2014 г. и през периода 2018 – 2021 г.,

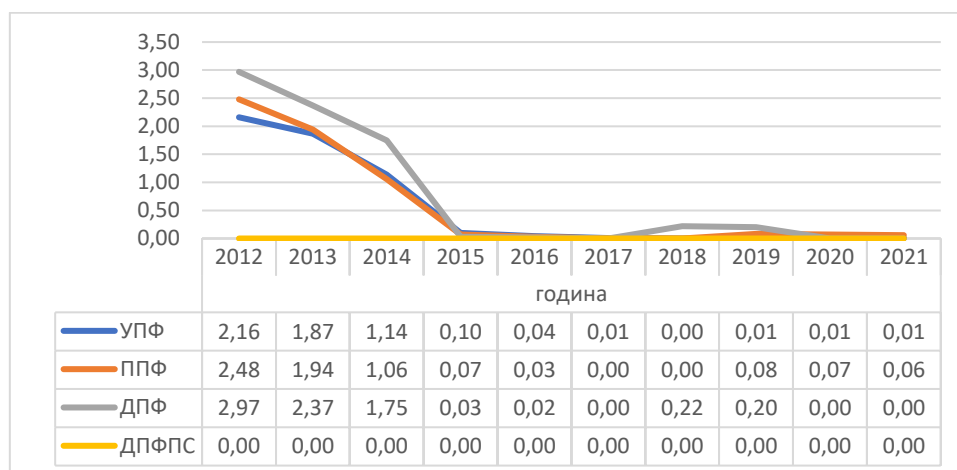
при постоянен нулев интерес към този инвестиционен инструмент в процеса на управление на средствата на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми. (вж. Фигура 11)



Фигура 11. Дял на инвестициите в ипотечни облигации в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

- Делът на инвестициите в общински облигации в структурата на инвестиционния портфейл на универсалните, професионалните и доброволните пенсионни фондове в началото на периода е малък и рязко намалява и се задържа на почти нулеви равнища през 2015 г. и следващите години, при постоянен нулев интерес към този инвестиционен инструмент в процеса на управление на средствата на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми (вж. Фигура 12).

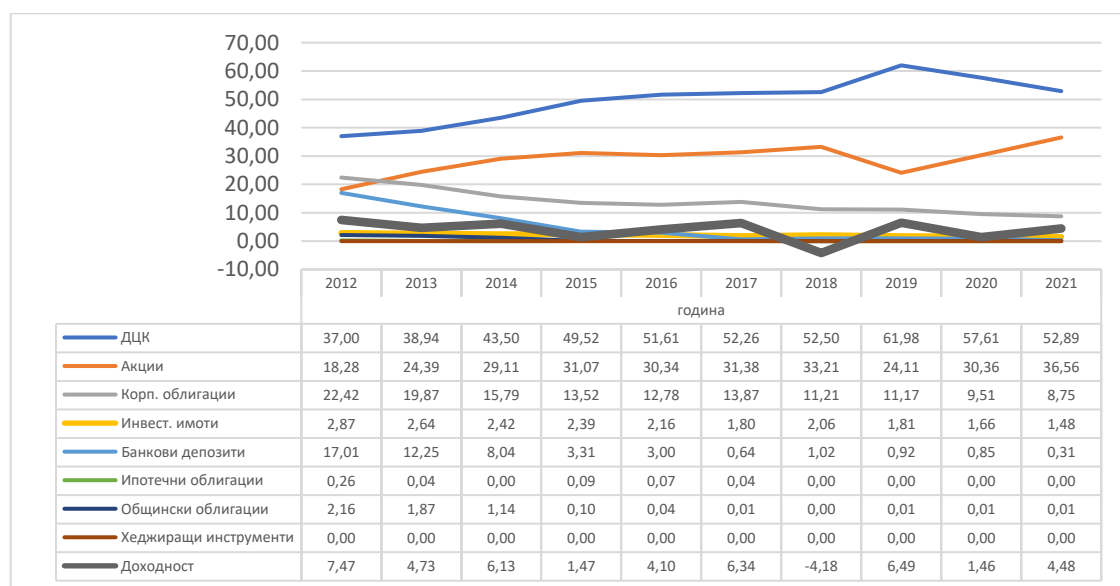


Фигура 12. Дял на инвестициите в общински облигации в структурата на инвестиционния портфейл на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).



- Най-голям дял в структурата на инвестиционния портфейл на универсалните пенсионни фондове през всяка от годините през периода имат инвестициите в дългови ценни книжа, които към края на 2021 г. представляват 52,89% от общия размер на инвестираните средства, при дял в края на 2012 г. 37,0%. Делът на инвестираните средства в акции като цяло нараства и в края на 2021 г. е 36,56%, при дял 18,28% през 2012 г. Делът на инвестициите в корпоративни облигации и банкови депозити намалява и в края на 2021 г. е, съответно, 8,75% и 0,31%, при дял на инвестициите в тези инвестиционни инструменти в края на 2012 г., съответно, 22,42% и 17,01%. Немодифицираната средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управлението на средствата на универсалните пенсионни фондове в края на 2021 г. е 4,48%, а през периода варира от 7,47% в края на 2012 г. до -4,18% през 2018 г. До 2018 г., когато е регистрирана най-ниската годишна номинална доходност, делът на инвестициите в акции като цяло нараства. Преодоляването на негативните ефекти от отчетената отрицателна доходност и постигането на 6,49% годишна номинална доходност през следващата 2019 г. е свързано с паралелното рязко намаляване на дела на инвестициите в акции (от 33,21% през 2018 г. до 24,11% през 2019 г.) и рязко увеличаване на дела на инвестициите в дългови ценни книжа – от 52,50% през 2018 г. до 61,98% през 2019 г. (вж. Фигура 13)

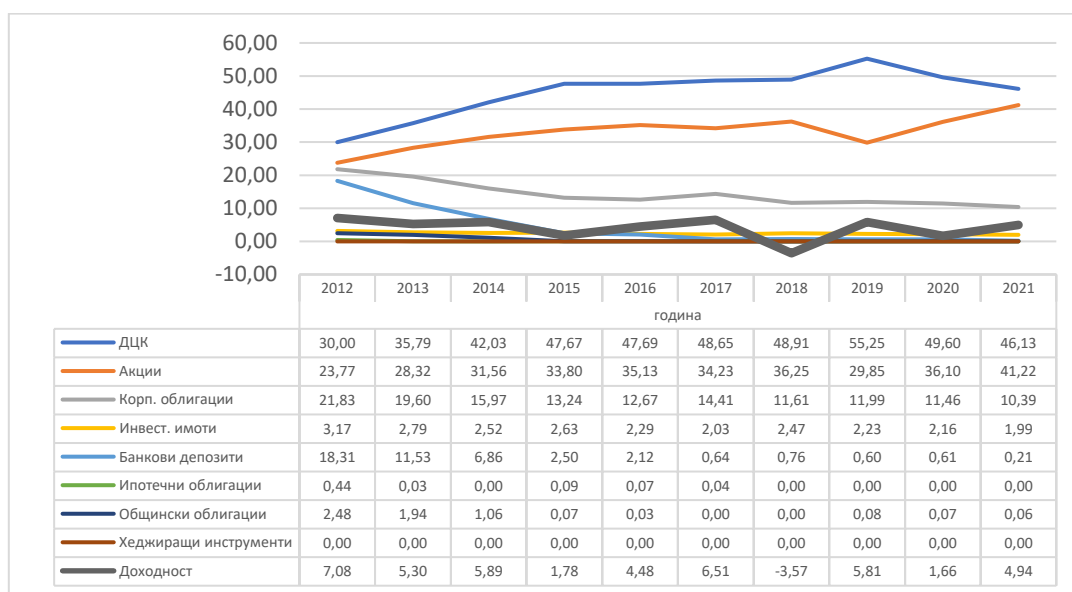


Фигура 13. Инвестиционен портфейл и немодифицирана средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управление на средствата на универсалните пенсионни фондове през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

- Най-голям дял в структурата на инвестиционния портфейл на професионалните пенсионни фондове през всяка от годините през периода имат инвестициите в дългови ценни книжа, които към края на 2021 г. представляват 46,13% от общия размер на инвестираните средства, при дял 30,0% в края на 2012 г. Делът на инвестираните средства в акции като цяло нараства от 23,77% през 2012 г. до 41,22% в края на 2021 г. Делът на инвестициите в корпоративни облигации и банкови депозити намалява, съответно от 21,83% през 2012 г. до

10,39% в края на 2021 г. и от 18,31% през 2012 г. до 0,21% в края на 2021 г. Немодифицираната средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управлението на средствата на професионалните пенсионни фондове в края на 2021 г., е 4,94%, а през периода варира от 7,08%, постигната в края на 2012 г., до -3,57% през 2018 г. До 2018 г., когато е регистрирана най-ниската годишна номинална доходност, дялът на инвестициите в акции като цяло нараства. Преодоляването на негативните ефекти от отчетената отрицателна доходност и постигането на 5,81% годишна номинална доходност през следващата 2019 г. е свързано с рязкото намаляване на дела на инвестициите в акции (от 36,25% през 2018 г. до 29,85% през 2019 г.) и с едновременното рязко увеличаване на дела на инвестициите в дългови ценни книжа – от 48,91% през 2018 г. до 55,25% през 2019 г. (вж. Фигура 14)

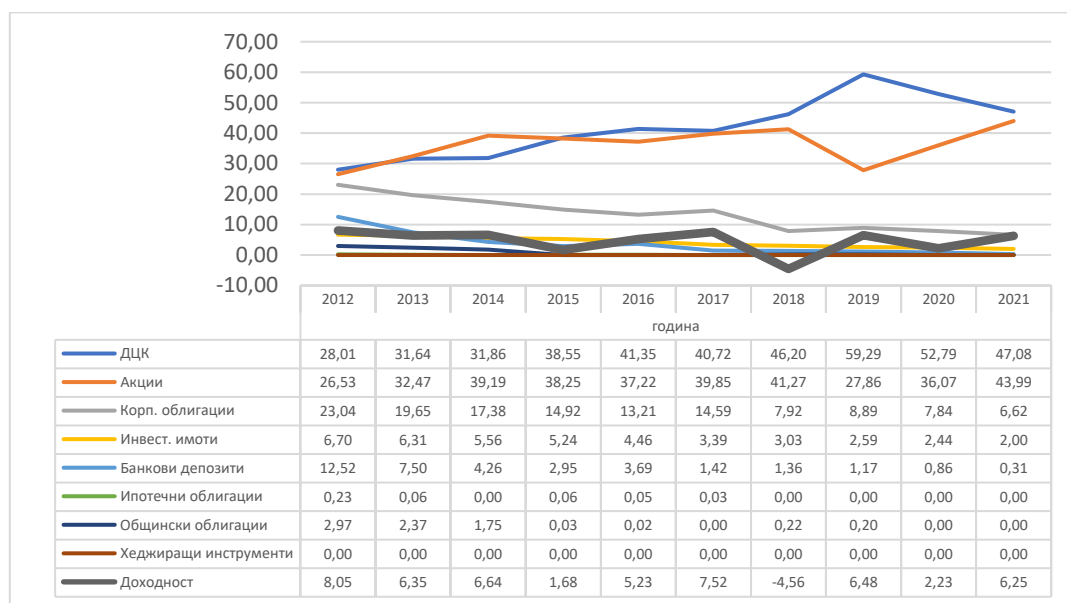


Фигура 14. Инвестиционен портфейл и немодифицирана средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управление на средствата на професионалните пенсионни фондове през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

- Най-голям дял в структурата на инвестиционния портфейл на доброволните пенсионни фондове от класически тип през 2015 г., и всяка от следващите години от периода, имат инвестициите в дългови ценни книжа, които към края на 2021 г. представляват 47,08% от общия размер на инвестираните средства, при дял 28,01% в края на 2012 г. и 38,55% през 2015 г. Дялът на инвестираните средства в акции като цяло нараства от 26,53% през 2012 г. до 43,99% в края на 2021 г. Дялът на инвестициите в корпоративни облигации, банкови депозити и инвестиционни имоти намалява, съответно от 23,04% през 2012 г. до 6,62% в края на 2021 г. – при инвестициите в корпоративни облигации, от 18,31% през 2012 г. до 0,21% в края на 2021 г. – при инвестициите в банкови депозити и от 6,7% през 2012 г. до 2,0% през 2021 г. - при вложенията в инвестиционни имоти. Немодифицираната средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управлението на средствата на доброволните пенсионни фондове от класически тип в края на 2021 г., е 6,25%, а през периода варира от 8,05% в края на 2012 г. до -4,56% през 2018 г. До 2018 г.,

когато е регистрирана най-ниската годишна номинална доходност, дялът на инвестициите в акции като цяло нараства. Преодоляването на негативните ефекти от отчетената отрицателна доходност и постигането на 6,48% годишна номинална доходност през следващата 2019 г. е свързано с рязкото намаляване дела на инвестициите в акции (от 41,27% през 2018 г. до 27,86% през 2019 г.) и с едновременното рязко увеличаване дела на инвестициите в дългови ценни книжа – от 46,2% през 2018 г. до 59,29% през 2019 г. (вж. Фигура 15)

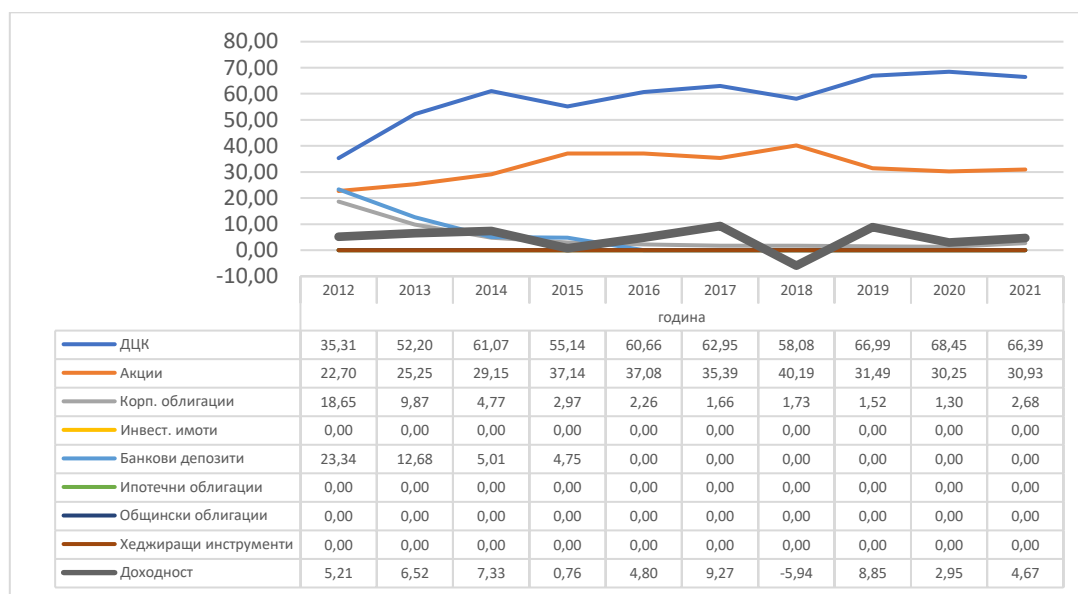


*Фигура 15. Инвестиционен портфейл и немодифицирана средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управление на средствата на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване през периода 2012 – 2021 г.*

*Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).*

- Най-голям дял в структурата на инвестиционния портфейл на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми през всяка от годините от периода имат инвестициите в дългови ценни книжа, които към края на 2021 г. представляват 66,39% от общия размер на инвестираните средства, при дял 35,31% в края на 2012 г. Дялът на инвестираните средства в акции като цяло нараства от 22,7% през 2012 г. до 30,93% в края на 2021 г. Дялът на инвестициите в корпоративни облигации и банкови депозити намалява, съответно от 18,65% през 2012 г. до 2,68% в края на 2021 г. и от 23,34% през 2012 г. до 4,75% в края на 2015 г. и 0% през периода 2016 – 2021 г. Немодифицираната средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управлението на средствата на доброволния пенсионен фонд за осигуряване по професионални схеми в края на 2021 г., е 4,67%, а през периода варира от 5,21% в края на 2012 г. до 9,27% през 2017 г. и -4,56% през 2018 г. До 2018 г., когато е регистрирана най-ниската годишна номинална доходност, дялът на инвестициите в акции като цяло нараства и достига своя максимум. Преодоляването на негативните ефекти от отчетената отрицателна доходност и постигането на 8,85% годишна номинална доходност през следващата 2019 г. е свързано с рязкото намаляване на дела на

инвестициите в акции (от 40,19% през 2018 г. до 31,49% през 2019 г.) и с едновременното рязко увеличаване на дела на инвестициите в дългови ценни книжа – от 58,08% през 2018 г. до 66,99% през 2019 г. (вж. Фигура 16)



Фигура 16. Инвестиционен портфейл и немодифицирана средна претеглена годишна номинална доходност, постигната при управление на средствата на фонда за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми през периода 2012 – 2021 г.

Източник – КФН (Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи, 2012 - 2021).

### Заклучение

В обобщение на изложеното дотук могат да бъдат направени следните важни изводи:

1. Функционирането на осигурителния пазар има пряко отношение към удовлетворяване на търсенето на пенсионни продукти, провокирано от обективната невъзможност на публичното пенсионно осигуряване да гарантира желаното равнище на предоставяните плащания. Пазарното предлагане на осигурителна защита, в организационно-икономически аспект, е функция преди всичко на деклариран, доказан и гарантиран капацитет за акумулиране и доходно управление на ресурс с цел поддържане на подходяща ликвидност и текуща платежоспособност съобразно персоналния финансов принос и очакваните параметри на поетите финансови ангажменти по извършване на пенсионни плащания. Възприеман по такъв начин, осигурителният пазар наподобява пазара на финансови услуги, а неговото успешно функциониране е естествен резултат от провеждането на рационален и успешен инвестиционен процес.

2. Управлението на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България се осъществява в условията на пазарна конкуренция, в съответствие с принципите на надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация и в условията на въведени регулации и мониторинг от страна на държавата. Общият размер на инвестираните средства през периода 2012 – 2021 г. нараства и в края на 2021 г. достига 17 744 997 хил. лв. (спрямо 5 456 158 хил.

лв. в края на 2012 г.), което представлява 21,47% (спрямо 6,6% в края на 2012 г.) от произведения брутен вътрешен продукт. Най-голям дял в общия размер на инвестираните средства на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване имат инвестициите на средствата на универсалните пенсионни фондове – 85,34% в края на 2021 г. (при 79,03% в края на 2012 г.), което е логично следствие от масовия характер (вследствие на задължителността) на осигуряването в тях.

3. Средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България се инвестират, в променливо съотношение, в инвестиционни инструменти, съобразно въведените със съответните текстове на нормативната уредба регулативни ограничения. Промените в структурата на инвестиционния портфейл, създаван в процеса на управление на средствата на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, естествено обуславят промените в равнището на постиганата доходност, в т.ч. и възможностите за преодоляване на негативните ефекти от годишния отрицателен резултат, отчетен при инвестиране на средствата и на четирите вида фондове за допълнително пенсионно осигуряване през 2018 г. Като цяло, равнищата на доходността, постигната при управление на средствата на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване в условията на по-леки регулативни ограничения на инвестиционния процес, са по-високи в сравнение с равнищата на доходността, постигната при управление на средствата на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване в условията на по-строги регулативни ограничения на инвестиционния процес.

4. Предизвикателствата, които съвременното сложно и непрекъснато усложняващо се социално-икономическо развитие отправя пред ефективното функциониране на осигурителния пазар, отново поставят на дневен ред въпроса за търсенето на разумен компромис между рисковете и ползите от евентуално либерализиране на инвестиционния процес при управление на средствата на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване в контекста на очертаващата се конкуренция с набиращия популярност и разпространение паневропейски персонален пенсионен продукт.

#### **Използвани източници**

Йорданов, П. (2017). Изискванията за минимална доходност като регулатор на инвестиционния процес при управление на активите на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване в България. *Устойчиво развитие на застрахователния и осигурителния пазар в условията на динамична регулаторна среда* (стр. 162-173). Свищов: АИ "Ценов".

Павлов, Н. (2007). *Либерализация на социалното осигуряване. Предизвикателства. Подходи. Решения*. В. Търново: Абагар.

*Инфостат: Брутен вътрешен продукт, производствен метод, национално ниво, годишни данни по текущи цени, млн. лв. (2012 - 2021)*. Извлечено от Национален статистически институт:  
[https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/result.jsf?x\\_2=1169](https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/result.jsf?x_2=1169)

*Кодекс за социално осигуряване. ДВ., бр. 110 от 1999 г. (н.д.)*.

*Осигурителна дейност/Статистика/Статистика и анализи. (2012 - 2021)*. Извлечено от Комисия за финансов надзор:  
[https://www.fsc.bg/?page\\_id=21707](https://www.fsc.bg/?page_id=21707)





