

## ИМПЛЕМЕНТИРАНЕ НА ЕКОЛОГИЧНИЯ ФАКТОР В ПЕНСИОННИТЕ ИНВЕСТИЦИИ

Милена Димитрова Бенева, [m.beneva@ue-varna.bg](mailto:m.beneva@ue-varna.bg)  
докторант, катедра „Финанси“  
Икономически университет – Варна

**Резюме:** Съвременните финансови пазари създават нов критерий за оценка на инвестиционното представяне на компаниите - мултидименсионен подход, който съчетава финансовите, социални и екологични аспекти заедно. Устойчиво отговорният инвестиционен подход се възприема като дългосрочен драйвер на стойност и множество институционални инвеститори по света, вкл. пенсионни фондове, го интегрират в традиционния си инвестиционен процес. Същевременно българските частни пенсионни фондове или negliжират (подценяват) въпросите на устойчивото развитие, или подхождат твърде плахо и неуверено към промяна на инвестиционната си политика.

След задълбочен анализ на устойчиво отговорните инвестиционни практики, наложени от екологичните лидери сред пенсионните фондове, настоящата разработка предлага адаптиран модел за интегриране на „зеления“ инвестиционен тренд, съобразен с организацията и развитието на допълнителното пенсионно осигуряване в България.

**Ключови думи:** устойчиво отговорна инвестиционна политика; екологичен инвестиционен подход; екологични, социални и управленски фактори (ESG); частни пенсионни фондове.

**JEL:** G23, Q56

## IMPLEMENTATION OF ENVIRONMENTAL FACTOR IN PENSION INVESTMENTS

Milena Dimitrova Beneva, [m.beneva@ue-varna.bg](mailto:m.beneva@ue-varna.bg)  
PhD student, Department of Finance  
University of Economics – Varna

**Abstract:** Modern financial markets create a new criterion for evaluating the investment performance of companies - a multidimensional approach that combines the financial, social and environmental aspects together. A sustainable and responsible investment approach is perceived as a long-term driver of value and many institutional investors around the world, incl. pension funds, integrate it into their traditional investment process. At the same time, Bulgarian private pension funds either neglect (underestimate) the issues of sustainable development, or change their investment policy too timidly and uncertainly.

After an in-depth analysis of the sustainable and responsible investment practices imposed by the ecological leaders among the pension funds, the current research paper offers an adapted model for integrating the "green" investment trend, consistent with the organization and development of voluntary private pension funds in Bulgaria.

**Keywords:** sustainable and responsible investment policy; ecological investment approach; environmental, social and governance (ESG) factors, private pension funds.

**JEL:** G23, Q56

## ИМПЛЕМЕНТИРАНЕ НА ЕКОЛОГИЧНИЯ ФАКТОР В ПЕНСИОННИТЕ ИНВЕСТИЦИИ

Милена Димитрова Бенева, [m.beneva@ue-varna.bg](mailto:m.beneva@ue-varna.bg)

докторант, катедра „Финанси“

Икономически университет – Варна

### Въведение

Глобалните тенденции свързани с околната среда (климатични промени, природни бедствия, оскъдност на ресурсите), изострящата се индустриална и инвестиционна конкуренция, както и непредвидените събития (пандемии, военни конфликти, корпоративни скандали) са източник на предизвикателства, но същевременно с това са и генератори на възможности. Инвеститорите са провокирани да използват нови, различни инвестиционни подходи и инструментариуми за анализ. Тенденцията по отчитане на екстрафинансовите критерии<sup>1</sup> в процеса на вземане на инвестиционни решения *изглежда необратима*.

Пенсионните фондове все по-често интегрират климатичните промени в своите инвестиционни стратегии и политики, като лидерството в екологичното инвестиране е постижимо независимо от техния размер, ресурси и местоположение.<sup>2</sup> И докато Европа се очертава като водещ регион при отчитане на климатичния риск, значителна част от българските пенсионни фондове все още *не са започнали адаптацията си* към екологичния инвестиционен тренд.

Целта на настоящото изследване е да аргументира приложимостта на зелените инвестиции в дейността на фондовете за доброволно пенсионно осигуряване (ДПФ) в България. С оглед постигане на формулираната цел се поставят следните изследователски задачи:

- проучване на авангардните практики и иновативните техники, използвани от екологичните „лидери“ сред пенсионните фондове по света;
- подчертаване на „несъвършенствата“ във формалната инвестиционна политика на българските ДПФ по повод екологичните, социални и управленски фактори;
- адаптиране на ключовите подходи за интегриране на екологичните детерминанти в инвестиционния процес чрез конкретни стъпки, цели и срокове, съобразени с организацията и развитието на допълнителното пенсионно осигуряване в България.

В разработката са използвани разнообразни изследователски методи – описателен и сравнителен метод, индуктивен и дедуктивен метод, методите на анализ и синтез.

### 1. Мястото на екологичните, социални и управленски фактори в инвестиционния подход на ДПФ

Според българското законодателство средствата на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване следва да се инвестират в съответс-

---

<sup>1</sup> Разпространено е терминът „екстрафинансови“ фактори (критерии) да се използва като еквивалент на екологичните, социални и управленски детерминанти (environment, social and governance factors (ESG)), тъй като те отчитат допълнителни (екстра) съображения към финансовите фактори в инвестиционния процес.

<sup>2</sup> Виж по-подр.: OECD (2021); OECD (2019); AODP (2017); AODP (2018b).

твие с *дългосрочните интереси на осигурените лица и пенсионерите* и при спазване на принципите на надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация.<sup>3</sup> Пенсионните фондове са изправени пред предизвикателството да генерират устойчив темп на положителна възвръщаемост за спестяванията на бенефициентите, при адекватно управление на риска от понижаване на стойността на ценните книги (downside risk) и екстремните рискове, които могат да доведат до неочаквано големи негативни шокове за портфейлите им. През тази перспектива отчитането на екологичните рискове, които често се проявяват под формата на отрицателни външни ефекти, ерозионен финансов риск или събития от типа „черен лебед“,<sup>4</sup> е от съществено значение за инвестиционните резултати на пенсионните фондове.

На този фон прилаганите от българските ДПФ инвестиционни подходи се характеризират с *липса на инициативност, иновативност и далновидност*.<sup>5</sup> Изненадващо е (доколкото пенсионните фондове се възприемат като дългосрочни инвеститори), че близо половината от ДПФ определят инвестиционния си хоризонт в интервала от 3 до 5 г.<sup>6</sup> Съсредоточаването върху краткосрочната възвръщаемост обаче допринася за ниската ефективност на риск мениджмънта, тъй като моделите за оценка на риска обичайно екстраполират краткосрочни трендове, като по този начин рисковете и тенденциите със съществено въздействие отвъд 5-годишния период (каквито са екологичните) практически не се улавят от финансовите анализатори (2° Investing Initiative, Generation Foundation 2017: 13).

Всъщност въпросът относно зеленото инвестиране на ДПФ се простира отвъд дела на тези инвестиции в портфейлите. Проблемът е в *липсата на адекватна стратегия за инкорпориране* на екстрафинансовите фактори в инвестиционния процес. Само при два от десетте ДПФ се наблюдават стъпки към формиране на устойчиво отговорна политика. ДПФ „Доверие“ и „ОББ“ разпознават екологичните, социални и управленски фактори като потенциални рискове в инвестиционната си политика и прилагат някаква форма на негативен скрининг при избора на инвестиционни инструменти.<sup>7</sup>

Освен че българските ДПФ (с малки изключения) не проследяват начина, по който въпросите, свързани с устойчивостта, засягат техните резултати, състояние и развитие (перспективата „отвън навътре“), въздействието на инвестици-

<sup>3</sup> Кодекс за социално осигуряване, чл. 249// ДВ, № 67, 2003.

<sup>4</sup> Виж по-подр.: Utwin 2011: 26-27; Giese, Nagy, Rauis 2021; 2° Investing Initiative, Generation Foundation 2017.

<sup>5</sup> Проучена е цялата публично достъпна документация, която може да има отношение към инкорпориране на устойчиво отговорните практики в инвестиционния процес на ДПФ, в т.ч.: инвестиционни политики; правилници за организация на фондовете; правила за наблюдение, измерване и управление на риска; годишни финансови отчети на пенсионноосигурителните компании; етичните кодекси, декларации във връзка с устойчивостта в сектора на финансовите услуги и др. (материалите са заимствани от официалните уеб сайтове на пенсионноосигурителните дружества (последен достъп 29.11.2022 г.)).

<sup>6</sup> Това са ДПФ „ПОИ“, „Бъдеще“, „ДСК – Родина“ и „Топлина“. С малко по-дълъг хоризонт (до 7-8 г.) се определят инвестициите на „Съгласие“, „ДаллБогг: Живот и здраве“ и „ЦКБ – Сила“. Два от фондовете („Алианс България“ и „ОББ“) не посочват конкретни стойности, но съдейки по периода за анализ относно постигане на инвестиционните им цели, би следвало фондовете да са с 10-годишен хоризонт, докато „Доверие“ работи с перспектива от 10-20 г.

<sup>7</sup> Виж по-подр.: „Пенсионноосигурителна компания ОББ“ ЕАД 2021: чл. 74; Пенсионноосигурителна компания „Доверие“ АД 2021: 27-28. Пенсионноосигурителна компания „Доверие“ АД 2022: 12.

онните им решения върху хората и околната среда (перспективата „отвътре навън“) също не се отчита.<sup>8</sup> Разбира се, предизвикателствата пред разгръщането на екологичния (или по-широкия устойчиво отговорен) инвестиционен подход не са малко, но следва да се отбележи, че някои пенсионни фондове интегрират ESG факторите преди повече от 10-15 г.,<sup>9</sup> а приетите от Европейския съюз (ЕС) регламенти и мерки *му отреждат място на световен лидер* при стандартите за финансиране на устойчиво развитие.<sup>10</sup> И макар че инвестирането съобразно екологичните, социални и управленски фактори не е задължително за частните пенсионни фондове, липсата на отношение към устойчиво отговорния инвестиционен тренд поставя фондовете в ролята на *догонващи или изоставащи*. Неглижирането на ESG детерминантите не само ограничава възможностите за реализиране на висока възвръщаемост, но генерира допълнителни инвестиционни рискове,<sup>11</sup> които се *прехвърлят на бенефициентите*.

## 2. Наложените практики за екологично инвестиране на пенсионните фондове

При желание от страна на ДПФ процесът по интегриране на зеления инвестиционен подход може да бъде ускорен и за сравнително кратко време да се генерират положителни резултати. Тази възможност съществува, тъй като добрите практики на устойчиво отговорните пенсионните фондове се оповестяват публично, функционират множество инициативи за подкрепа, от които българските фондове могат да почерпят опит, а ДПФ, принадлежащи към големи финансови групи, могат да се поучат от тях.

Екологичните лидери сред пенсионни фондове демонстрират креативност в своите климатични стратегии и разкриват разнообразие от модели за управление на рисковете и възможностите.<sup>12</sup>

---

<sup>8</sup> Становището е базирано на наличните декларации във връзка с устойчивостта в сектора на финансовите услуги (Регламент на ЕС 2019/2088), оповестени от пенсионноосигурителните компании „Доверие“, „ОББ“, „ДСК – Родина“, „Бъдеще“ и „Топлина“ (последен достъп 29.11.2022 г.).

<sup>9</sup> Като примери за прилагане на холистичен подход за интегриране на ESG факторите могат да се посочат следните пенсионни фондове: френският фонд ERAFP от 2005 г., британският EAPF от 2010 г., нидерландският ABP от 2015 г., американските CalSTRS от 2006 г. и CalPERS от 2016 г. и др.

<sup>10</sup> Примери за такива разпоредби са: ЕК (2021a), ЕК (2021b), ЕК (2021c), ЕК (2021d); ЕК (2021e), Делегиран регламент (ЕС) 2020/1816, Регламент (ЕС) 2019/2088.

<sup>11</sup> Докато някои инвеститори възприемат екологичните, социални и управленски детерминанти като набор от нефинансови или екстрафинансови фактори, други (например нидерландският пенсионен фонд PFZW и австралийският AustralianSuper) третират ESG факторите като нетрадиционни източници на финансов риск (PGGM 2018: 33, AustralianSuper 2020: 6).

<sup>12</sup> За водещи пенсионни практики в устойчиво отговорната сфера в настоящото изследване се считат стратегиите, подходите и моделите, прилагани от пенсионни фондове, определени като „лидери“ по рейтинга на AODP Global Climate 500, а именно: австралийските фондове LGS, AustralianSuper, BT Financial Group; пенсионните фондове от Обединеното Кралство EAPF и CEPB; нидерландските пенсионни фондове ABP, PFZW, BPL, Unilever Pension Funds; норвежският KLP; фондовете Imapinen и Elo от Финландия; PKA (Дания); ERAFP (Франция) и опериращите в САЩ – NYSCRF, UNJSPF, Wespeth, CalPERS и CalSTRS (AODP 2017). Проучени са редица публикации на избраните пенсионни фондове, в т.ч. годишни отчети, отчети за устойчиви и отговорни инвестиции (именувани като социално отговорни, устойчиви, зелени, ESG и др.), стратегически планове, инвестиционни убеждения, формални политики и др., достъпни на официалните им интернет страници.

## КЛЮЧОВИ ПОДХОДИ

Въвличане на висшето ръководство в проблематиката и обучение както на ръководните, така и на изпълнителните кадри.

Инкорпориране на климатичната тематика в организационната култура.

Изграждане на стабилни връзки с членовете, спонсорите и бенефициентите.

Публикуване на доклади в съответствие с препоръките на Работната група за оповестяване на финансова информация във връзка с климата (TCFD).

Прилагане на цялостен подход в климатичната стратегия.

Насърчаване ангажираността на асет мениджърите с климатичните въпроси.

Приоритизиране на климатичните теми при анализа на риска и инвестициите.

Сътрудничество с компаниите, в които се инвестира, както и сътрудничество с организации и инициативи, подпомагащи нисковъглеродния преход.

Ангажиране с климатично-обвързаните регулации и политики.

Фиг. 1. Ключови подходи за интегриране на климатичните рискове и възможности в инвестиционната практика<sup>13</sup>

Приемането на формална климатична стратегия и устойчиво отговорна политика е важна стъпка за адаптация на пенсионните фондове към променящата се инвестиционна среда. Екологичните лидери сред пенсионните фондове прилагат цялостна интегрирана система за отчитане на ESG факторите в инвестиционния процес *чрез съпричастността на служителите от всички нива на организационната структура*. Практика е да се формират специализирани екипи или звена, които са от типа „екипи с кръстосани функции“ и са натоварени с проучване на новостите в сферата на зелените инвестиции, адаптиране на добрите практики в дейността на пенсионния фонд, включително инициране на иновации в сферата. Пенсионните компании провеждат редовни ESG обучения за персонала, вкл. за кадри от най-високо равнище, като обичайно при организиране на учебните семинари се канят експерти в областта (гост-лектори), с цел актуализиране на знанията по динамично развиващите се теми - репутационен риск и бизнес поведение, ESG рейтинги и данни за климатичния риск.

Множество пенсионни фондове „говорят“ за значимостта на *корпоративната култура* за формирането на стратегия и мисия, която да вплете ESG факторите (AODP 2018a: 5). Понеже корпоративната култура е онзи специфичен набор от убеждения и норми, които се споделят от хората в една организация, и определя начина, по който те взаимодействат както помежду си, така и с останалите институции и организации,<sup>14</sup> внедряването на екстрафинансовите детерминанти в организационната култура може да се окаже нужният драйвер за адаптация на пенсионните фондове към променящата се среда. В случай че създадената „зелена“ стратегия се базира на принципи и идеи, приобщаващи всички служители на пенсионната компания, то тя много по-лесно се възприема от персонала и се вгражда в инвестиционните убеждения.

<sup>13</sup> Източник: AODP 2018a: 5.

<sup>14</sup> <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/corporate-culture>

*Комуникацията с членовете и бенефициентите* по климатичните въпроси често се идентифицира като слабо звено, имайки предвид че по-малко от 1/5 от пенсионните фондове имат такава практика (AODP 2018b). Пенсионните институции с високи екологични критерии обаче обръщат сериозно внимание на общуването, не само с бенефициентите, но и с другите заинтересовани лица (персонал, органи на властта, организации на трудовия пазар, индустриални организации, медии, образователни и изследователски организации, общество, инвестиционни партньори). Пенсионните фондове се ангажират с дейности по разясняване на устойчивите инвестиционни практики винаги когато е необходимо, провеждайки срещи и семинари по екологични и социални теми.

Големите собственици на активи и асет мениджърите стоят на върха на инвестиционната верига и следователно имат важна роля на влияние върху организациите, в които инвестират, включително чрез собствения си пример. Пенсионните фондове, лидери в областта на зелените инвестиции, *масово прилагат препоръките на TCFD за финансово оповестяване*. Ключовите области за финансово оповестяване по климатичните въпроси са обобщени в четири направления:

- ръководство - управление на организацията и на свързаните с климата рискове и възможности;
- стратегия - действително и потенциално въздействие на климатичните рискове и възможности върху бизнеса, стратегията и финансовото планиране на организацията;
- риск мениджмънт - използвани от организацията процеси за идентифициране, оценка и управление на свързаните с климата рискове;
- показатели и цели - показатели и цели, използвани за оценка и управление на съответните свързани с климата рискове и възможности (TCFD 2017: figure 2).

Пенсионните фондове, водещи в областта на устойчивото и отговорно инвестиране, не се ограничават до прилагане на количествени правила за определяне на допустимите инвестиционни инструменти. Липсата на *холистичен подход* може да ограничи отговорността им и да ги лиши от възможността да упражняват влияние в ролята си на акционери и кредитори. Френският пенсионен фонд ERAFP например взема предвид ESG факторите още във фазата на инвестиционно проучване (оценява се в каква степен инвестицията съответства на политиката на фонда и поетите от него ангажименти за сътрудничество), преминава през реализиране на инвестицията (прилагат се правилата за селекция на държави, компании и активи) и продължава с последващ контрол (извършва се контрол за съответствие на инвестициите, диалог със замърсяващите компании, спазване политиката на гласуване на общите събрания, подкрепа на резолюции и т.н.) (RAFP 2019: 65).

Пенсионните фондове обичайно прилагат няколко различни стратегии за интегриране на ESG факторите в инвестиционния процес едновременно. Относително лесен за приложение е „*негативният скрининг*“ (*изключване*) поради явно противоречие между увреждащите дейности/компани и ESG принципите на фонда. В списъка на нежеланите сфери на дейност несъмнено попада производството на оръжия и тютюн. Към забранителния списък фондовете често добавят изкопаемите горива, хазарта и порнографията. Нормативните нарушения също са повод за „изключване“ (например при пенсионните фондове Eio, ERAFP, KLP), а нидерландските фондове ABP и PFZW деинвестират дори в държавни облигации,

в случаи на нарушаване на международни споразумения от страна на емитента.<sup>15</sup> Освен изброеното дотук, пенсионните фондове Wespath, BPL и KLP следят стриктно и за спазване правата на човека, така корпорации, развиващи дейност в региони със значителни нарушения, както и държави, които демонстрират системен модел на злоупотреби, биват забранени.<sup>16</sup> Компаниите, които са обект на корпоративна ангажираност от страна на пенсионните фондове, но не желаят да влизат в диалог или комуникацията е неползотворна, също често биват изключвани. Пенсионните компании определят такова поведение като безотговорно, представляващо заплаха за печалбите в дългосрочен план. Всяко деинвестиране обаче следва да бъде добре обосновано и предприето след оценка на потенциалните последици за съответния пазар и икономика.<sup>17</sup>

„Позитивният скрининг“ цели идентификацията на нисковъглеродни инвестиционни възможности, както и инвестиции с положително социално въздействие. За подбора на компаниите, в които се инвестира, някои фондове залагат на оценките на международно признати агенции (напр. MSCI ESG Quality Score), докато други разработват свой *собствен инструментариум* за отчитане на устойчивостта. Анализът включва широк спектър от критерии - бизнес етика, трудови права, човешки права, околна среда, които допълват характеристиките на риск и възвръщаемост. Поради трудоемкостта на процеса, някои пенсионни фондове внедряват стратегията само за определени класове активи.

Една добра практика на пенсионните фондове при управление на инвестициите в недвижимо имущество и инфраструктура е използването на *бенчмарк за устойчивостта на реалните активи*. Необходимостта се поражда от факта, че близо 35% от недвижимото имущество на акционерните дружества със специална инвестиционна цел е изложено на климатични рискове (вътрешно водни наводнения, крайбрежни наводнения, урагани и тайфуни). Широко разпространени са няколко рейтингови системи за оценка на сгради и инфраструктура,<sup>18</sup> като устойчиво отговорните пенсионни фондове вече *имат изградена практика да сертифицират притежаваното от тях имущество*. Обичайно се формулират цели за постигане на определен „зелен“ статус и/или представяне спрямо бенчмарка.

Пенсионните фондове често ползват услугите на външни мениджъри. На преден план сред критериите за избор попадат *уменията на асет мениджърите да прилагат климатичната инвестиционна политика на фонда*. Договорите се изготвят с клаузи, обхващащи инвестиционни ограничения, ESG отчитане и докладване на въглеродните емисии, като се изискват и периодични отчети за изпълнението на поставените цели.

<sup>15</sup> През 2019 г. фондът LGS прилага негативен скрининг за 272 компании от 29 държави (LGS 2019: 2), а ABP изключва 156 дружества от инвестиционния си портфейл (ABP 2019). EIo деинвестира в 203 компании на база критериите за изключване (EIo 2019: 22). В периода 2015-2018 г. само в сфера на дейност „изкопаеми горива“ PKA изключва 123 компании (PKA 2019: 4).

<sup>16</sup> Виж: Wespath 2019: 38-40, BPL Pensioen 2020b: 5-6, <https://www.klp.no/om-klp/samfunnsansvar/vi-er-en-engasjert-og-ansvarlig-eier/retningslinje-for-klp-som-ansvarlig-investor>.

<sup>17</sup> От една страна, изключването изпраща силен сигнал към предприятията, което може да доведе до промяна в поведението им, но от друга – по този начин се губи възможността за оказване на влияние чрез гласуване и диалог. В този смисъл, акциите могат да попаднат в незаинтересовани инвеститори и дейността на компаниите да се развива без възражения (виж по-подр.: Munnell, Chen 2016: 4). Освен това рязкото деинвестиране може да окаже силно отрицателно въздействие върху заетите в сферата.

<sup>18</sup> Примери за такива рейтингови системи са GRESB, NABERS, ENERGY STAR, LEED, Nordic Swan Ecolabel.

По препоръка на TCFD пенсионните фондове със силна екологична политика трябва да разглеждат различни климатични сценарии за бъдещето и да следят строго климатичните рискове на своите инвестиции. Сценарийният анализ дава възможност за преглед както на физическото въздействие на климатичните промени, така и на влиянието, предизвикано от прехода към нисковъглеродна икономика.<sup>19</sup> Анализът на сценариите може да бъде разделен на две категории. От една страна, той може да идентифицира пригодността на инвестиционния портфейл към специфичен развой на климата в бъдеще, а от друга, анализът може да посочи въздействието на различните климатични варианти върху очакваната възвръщаемост на портфейла. Екологичните лидери сред пенсионните фондове се фокусират върху набор от климатични сценарии (конструирани от Международната агенция по енергетика (IEA), инвестиционният консултант Mercer или предвидените в Парижкото споразумение например) и климатични рискови рамки, групиращи рисковете в няколко категории (в т.ч. промяна на политиката и регулациите; технология, пазар и репутация; физическо влияние).

Най-често използваните метрики за климатичен риск са въглеродният отпечатък на портфейлите и риска от блокирани активи.<sup>20</sup> Някои пенсионни фондове изчисляват въглеродния отпечатък на отделни групи активи (акции, облигации или недвижимо имущество), докато други – за целия инвестиционен портфейл. Фондовете се стремят да редуцират въглеродната интензивност на портфейлите си както спрямо базисни периоди, така и спрямо бенчмарк индекси. Като дългосрочните цели са фокусирани върху въглеродната неутралност на портфейлите.<sup>21</sup> Това ще допринесе до *реална полза за околната среда и обществото като цяло*, в случай на значителна редукция на емисиите на компаниите, в които се инвестира. Поради тази причина, пенсионните фондове залагат на „активната собственост“ (гласуване и корпоративна ангажираност) като средство за оказване на въздействие.

*Активната собственост* (active ownership) дава сила и отговорност на пенсионните институции да променят компаниите в съответствие със собствените си ценности и приоритети, като работят в интерес на цялото общество. Во-

---

<sup>19</sup> Преходните рискове произтичат от обширните политически, правни и технологични промени на пазара, целящи покриване на изискванията за смекчаване и адаптиране към климатичните промени. В зависимост от естеството, скоростта и фокуса на тези промени, преходните рискове могат да се проявят в различна степен на финансов и репутационен риск за организациите. Физическите рискове от климатичните промени също генерират финансови последиствия за компаниите (директно, като щети върху активи, или косвено, чрез прекъсване на веригите за доставки) (TCFD 2017: 5-6).

<sup>20</sup> За блокирани активи се считат активите, чиято стойност се оказва по-ниска от очакваната, в следствие на промени, генерирани от енергийния преход. Концепцията за блокирани активи обхваща редица фактори - икономически (промяна в съотношението разходи/цени), физически (наводнения, суша) и регулаторни (промяна в законодателната политика). Проекти на стойност над 2,3 трилиона USD в петролната и газова индустрия са в противоречие с глобалните ангажменти за ограничаване на климатичните промени до 2°C спрямо прединдустриалния период (McGlade, Ekins 2015; <https://carbontracker.org/terms/stranded-assets/>).

<sup>21</sup> Към нулеви емисии на инвестиционния портфейл например се стремят пенсионните фондове Ilmarinen (към 2035 г.), SEPB и KLP (към 2050 г) (Ilmarinen 2019: 44; The Church Commissioners 2020: 28; Fixsen 2021).



дешите фондове упражняват правата си на акционери за значителна част от портфейла си, като обичайно гласуват чрез пълномощник (проху voting).<sup>22</sup> *Корпоративната ангажираност* (corporate engagement) на фондовете разкрива още един канал за диалог и потенциално въздействие върху корпорациите. Освен да гласуват, пенсионните фондове често се възползват от възможността да отправят предложения, целящи да стимулират промяната към устойчивост, чрез адаптация на ръководните структури, бизнес стратегиите и оповестяването към новите обществени приоритети, свързани с климатичните промени. Някои от фондовете провеждат стотици срещи самостоятелно или съвместно с партньори, други дори ползват услугите на външен доставчик, а няколко скандинавски пенсионни фондове - (Pmarinen (Финландия), KLP (Норвегия), PFA Pension (Дания) и The Folksam Group (Швеция), се обединяват и работят съвместно от 2009 г. насам в рамките на Nordic Engagement Cooperation.

Устойчиво отговорните фондове *ценят високо сътрудничеството си с различни асоциации, подкрепящи зелени каузи*. Инициативите за сътрудничество представляват достъпен начин за постигане на промени от системно ниво, отвъд обсега на отделния инвеститор, посредством изграждане на мрежи, споделяне на добри практики и получаване на ценна информация. Пенсионните институции имат множество партньори, като списъкът при най-активните от тях наброява десетки асоциации. Тук попадат различни организации, борещи се с климатичните промени, проекти на ООН, асоциации на отговорните инвеститори и форуми за устойчиво инвестиране на национално равнище.

Пенсионните институции определят *влиянieto си върху публичната политика*, фокусирана върху устойчивостта, отчетността и създаването на стандарти, като *ключов компонент на стратегиите за ангажираност*. Обичайно изразяват своето отношение чрез декларации, призови и коментари по проектозаконали.<sup>23</sup> Не са малко примерите за пенсионни фондове, които стартират *собствени инициативи за подпомагане на нисковъглеродния преход*, като:

- създават инвестиционни фондове за енергиен преход (напр. ANET Energy Transition fund, Transition Pathway Initiative, „Фонд с въздействие“ и индексни нисковъглеродни фондове по инициатива на пенсионните фондове ABP, EAPF, Unilever и UNJSPF);
- разработват нисковъглеродни индекси (напр. Low-Carbon Index и Low Emission Index, „пуснати“ от пенсионните фондове CalSTRS и NYSCRF);

---

<sup>22</sup> Пенсионните фондове водят прецизна статистика относно гласуването на събрания на акционерите в компаниите, в които имат дялово участие. Докладва се броят на гласуваните предложения и резолюции, тяхното тематично направление и видът на вота (положителен или отрицателен), както и развитието по иницираните от самите пенсионни фондове предложения. Анализираниите пенсионни институции притежават акции в хиляди компании (например Wespath има дял в повече от 5000 дружества, а CalPERS участва в капитала на 10 000 компании), но с гласуването чрез пълномощник могат да оказват своето влияние върху управлението им. Високо ангажираните пенсионни фондове отчитат присъствие на над 95% от срещите (сред тях са ABP, LGS, Elo, PFZW, Wespath).

<sup>23</sup> Като примери могат да се посочат: Декларацията на глобалните инвеститори до правителствата относно изменението на климата, подписана от десетки пенсионни фондове (от общо 631 институции) през 2019 г.; активната работа на пенсионния фонд NYSCRF по повод възможността да се гласува чрез пълномощник, подобряване изискванията за климатично оповестяване, промяна на счетоводните стандарти за улавяне на ESG факторите; Wespath взема отношение по десетки публични политики, вкл. относно разглеждане на климатичните рискове като финансови; CalSTRS, съвместно с още 200 инвеститори, призовават за изпълнение на Парижкото споразумение и др. (NYSCRF 2018: 25-26; Wespath 2019: 5; CalSTRS 2019: 35).

- предлагат рамка за устойчиво инвестиране, като дефинират ключови понятия и формулират таксономия за инвестициите в устойчиво развитие (скандинавските фондове PFZW и ABP).<sup>24</sup>

### **3. Възможности за по-успешна портфейлна „екологизация“ на ДПФ**

Доколкото всяка промяна изисква време, ресурси и силна мотивация, то да се „превключи“ изведнъж е почти невъзможно. Всеки етап от интегрирането на устойчивостта следва да е обвързан с реалистични срокове. Първоначално, устойчиво отговорната инвестиционна политика може да бъде имплементирана само от ДПФ, а на по-късен етап от универсалните и професионалните фондове. Ако ДПФ нямат възможност да приложат политиката за трите дименсии на екстрафинансовите фактори, където е допустимо могат да се съсредоточат само върху един от тях, например екологичния.<sup>25</sup> А след натрупване на необходимите знания и опит, отчитане на резултатите от прилагането на екологичните фактори и при разгръщане на подкрепата от заинтересованите страни, може да се премине към внедряване на цялостен ESG подход. Разбира се, поради симбиозата на факторите, ефектът от приложение на тридименсионния подход би бил по-голям спрямо сумиране на резултатите от внедряване на отделните фактори в инвестиционния процес.

Препоръчителните стъпки, цели и срокове за интегриране на екологичните детерминанти в инвестиционния процес на ДПФ са шриховани във фиг. 2.<sup>26</sup> По подобен образец могат да се разработят и предложения относно социалните и управленски фактори. Следва да се има предвид, че всяка промяна на вътрешноорганизационните нагласи и на законодателната и регулаторна рамка могат да окажат въздействие върху обхвата и темпото за реализиране на препоръчаните дейности и цели.

---

<sup>24</sup> Виж по-подр.: ABP 2019: 10; EAPF 2019: 41; AODP 2018a: 29-30; UNJSPF 2019: 52; CalSTRS 2019: 43; NYSCRF 2018: 14; PGGM 2018: 20.

<sup>25</sup> Всъщност разделянето на трите фактора невинаги е възможно, имайки предвид че на финансовите активи често се присъжда цялостен ESG рейтинг, а обученията и семинарите обичайно обхващат и трите дименсии. Въпреки това, фокусирането поне върху един от екстрафинансовите фактори би било добро начало.

<sup>26</sup> Предложена е собствена адаптация на добрите екологични практики с оглед организацията и състоянието на допълнителното пенсионно осигуряване в България.

краткосрочни дейности и цели (1-2 г.)	вплитане на екологичните приоритети в мисията, визията и ценностите на компанията
	приемане на формална климатична стратегия и инвестиционна политика на фонда
	изграждане на специализиран „зелен“ екип
	проучване на възможностите и готовността за прилагане на екологична инвестиционна политика от асет мениджърите
	калкулиране на въглероден отпечатък на инвестиционния портфейл само за специфични активи;
	поне едно членство (партньорство) в международни организации за сътрудничество (например UN PRI и UN Global Compact)
	редукция на инвестициите в силно замърсяващи сектори (фокусиране върху конкретни сектори (въглища, нефт, някои видове транспорт и т.н.) с приложение само за специфични активи
тематични инвестиции - фокусиране върху конкретни „зелени“ сектори с приложение само за специфични активи	
средносрочни дейности и цели (3-5 г.)	допълване и актуализация на формалната климатична стратегия и инвестиционна политика на фонда
	изграждане на специализиран „зелен“ отдел
	изрично споразумение с асет мениджърите за интегриране на екологичните фактори в инвестиционния процес
	разяснителни кампании за осигурители и осигурени
	упражняване правото на глас в компаниите, в които се инвестира
	изграждане на мрежа за сътрудничество с организации и инициативи за нисковъглероден преход
	предложения за подобряване на регулаторната рамка
	калкулиране на въглероден отпечатък на инвестиционния портфейл само за специфични активи
	редукция на инвестициите в силно замърсяващи сектори с приложение за целия портфейл
	сертифициране на вече придобити сгради и инфраструктура чрез рейтингови системи
изготвяне на зелени отчети	

дългосрочни дейности и цели (5-10 г.)	допълване и актуализация на формалната климатична стратегия и инвестиционна политика на фонда
	разкриване на допълнителни позиции и/или вменяване на допълнителни функции по всички нива на организационната структура по повод интегрирането на екологичния фактор
	разработване на рамкови въпросници относно инкорпориране на ESG факторите, сътрудничество с индустрията и инициативи, улесняващи избора на външни мениджъри на активи
	сценариев анализ за въздействието на климатичните промени върху инвестиционния портфейл
	калкулиране на въглеродния и водния отпечатък, както и риска от блокирани активи за целия портфейл
	поставяне на конкретни цели относно нивата на въглеродна интензивност
	провеждане на срещи и семинари с всички заинтересовани страни
	корпоративна ангажираност по въпросите на устойчивостта
	разширяване на списъка с партньорски организации
	разнообразяване на стратегиите за екологично инвестиране (позитивен и негативен скрининг, тематично инвестиране, инвестиране с въздействие)
	поставяне на лимит (таван) на високо замърсяващите инвестиции с приложение за целия портфейл
	приложение на тематичните инвестиции за целия портфейл
	инвестиционен избор на сертифицирани недвижимости
	оценка и избор на „най-добрите“ компании по екологични критерии
	финансово оповестяване по климатичните въпроси
дейности и цели в стратегически план	постигане на нетни нулеви емисии на инвестиционния портфейл
	поставяне на конкретни цели за редукция на рисковите мерки
	повишаване ефективността на комуникацията с осигурители и осигурени чрез включване на кадри от най-високо равнище
	провеждане на диалози с компаниите, в които се инвестира, чрез сдружение на ДПФ (или чрез Българската асоциация на дружествата за допълнително пенсионно осигуряване (БАДДПО))
	екологични инициативи - собствени и/или в партньорство
	подход на систематична ESG интеграция
	стремеж към ръст на зелените инвестиции и свеждане на замърсяващите инвестиции до минимум
	разработване на собствен инструментариум за оценка на рисковете и възможностите, свързани с устойчивостта
	изготвяне на екологична оценка на портфейла

Фиг. 2. Рамка за инкорпориране на екологичните рискове и възможности от ДПФ

ДПФ следва да избера няколко от целите за устойчиво развитие, върху които да се фокусират първоначално. Това от своя страна ще осигури възможност

за конкретизиране на секторите и дейностите, попадащи в обсега на внимание при скрининг и тематично инвестиране. Разписаните правила и критерии следва да бъдат достатъчно прецизирани, за да могат да изпълнят своята роля и да бъдат „затягани“ с времето. Това се отнася както за избора на метрики и бенчмаркове относно екологичните рискове, така и за праговете на същественост при скрининга на компании и/или инвестиционни активи. Например напълно ли се изключват инвестициите в компании, заети в сферата на високоемисионните сектори, или се допускат инвестиции, в случай че не се надвишават предварително фиксирани прагове по конкретен критерий (съотношение между вредни емисии и пазарна капитализация, емисии спрямо продажби или приходи от замърсяващи дейности спрямо общите приходи (обичайно под 30 или 50%)). Списъкът на изключени компании и/или държави следва да се оповестява публично, като се цели назоваването да доведе до обезкуражаване на увреждащото поведение („naming and shaming“). По аналогия се изграждат разграничителните линии и за екологичните инвестиции (избор на компании или фондове, в случай че приходите от зелени дейности превишават 50, 75 или 90% от общите им приходи; таргетиране на инвестиции в зелени облигации с различни „нюанси“ и/или етикет; избор на недвижимости със зелен сертификат и т.н.).

Сътрудничеството с международни организации, подкрепящи нисковъглеродния преход, може да подпомогне екологизирането на инвестиционната политика на ДПФ. Присъединявайки се към асоциации с екологични и/или устойчиви каузи, ДПФ ще имат възможност да следват вече утвърдени принципи и етапи за развитие, освен това ще се увеличи стимулът за отчитане на напредък и постигане на определените цели в срок.<sup>27</sup> Пенсионноосигурителните компании, част от международни финансови групи, следва да повишат партньорството си с организациите от общия бранд. Желателно е да бъдат заложили цели за изпълнение от ДПФ, които да подпомагат постигане на таргетите на финансовата група. Следва да се обмислят възможностите за споделяне на форуми, взаимстване на идеи относно интегриране на екстрафинансовите фактори и подобряване на отчетността. Обученията непременно са част от процеса на интегриране на екологичните съображения, доколкото принципът постулиран от Merton – „инвестирай само в това, което познаваш“ (investing only in what you know), остава валиден и днес.

В случай че няколко ДПФ инкорпорират екологичния инвестиционен подход, би било добре да създадат свое сдружение.<sup>28</sup> Разбира се, при желание от

---

<sup>27</sup> Към най-широко разпространените климатично-обвързани инициативи за устойчивост принадлежат: Група на институционалните инвеститори по изменение на климата (Institutional Investors Group on Climate Change - IIGCC); Алианс на собствениците на активи с нетни нулеви емисии (Net-Zero Asset Owner Alliance); Климатични действия 100+ (Climate Action 100+); DivestInvest; Инициатива за преходен път (Transition Pathway Initiative - TPI); Въглеродно обещание - Монреал (Montréal Carbon Pledge).

<sup>28</sup> При условие че липсва желание за съвместна дейност между ДПФ по повод инкорпориране на екологичните фактори, пенсионните фондове следва сами да положат усилия по изграждането на мрежи за сътрудничество и провокиране на дискусии по належащите въпроси. Разбира се, това ще доведе до по-значителен разход на време, енергия и ресурси за пенсионните фондове, което ще забави процеса. И все пак някой трябва да постави началото. На този етап изглежда логично това да са ДПФ, в чиито формални инвестиционни политики се забелязват щрихи на устойчиво отговорно инвестиране („Доверие“ и „ОББ“), но не е изключено останалите ДПФ да стартират екологизирането на инвестициите по-осезаемо.

страна на БАДДПО, действащата вече асоциация също може да подпомогне устойчивостта на частните пенсионни инвестиции. Ето и възможни канали за подкрепа:

- оказване на системен контрол и въздействие върху управлението на компаниите, в които пенсионните фондове инвестират (корпоративната ангажираност и гласуване). От една страна е нужно да се разработят специфични за компаниите предложения, а от друга, да се окаже достатъчно силен и постоянен натиск за промяна. Нормативната уредба ограничава инвестициите на даден пенсионен фонд до 7% от капитала в един емитент и до 20% в един емитент за всички фондове, управлявани от едно пенсионноосигурително дружество. Обединяването на усилията има потенциал да засили ефекта;
- провеждане на проучвания относно клиентските нагласи по отношение на устойчиво отговорния инвестиционен подход, както и на форуми, които целят популяризирането на подхода сред работодатели, служители и профсъюзи;
- провеждане на диалози с Министерство на финансите и общините (в качеството им на емитентите на държавен и общински дълг) относно желанието и възможностите за емитиране на зелени облигации и/или разработване на стандарти и процедури за улесняване на корпоративни дългови емисии;
- задълбочаване на сътрудничество с Българска фондова борса (БФБ) и създадената от нея нестопанска организация Green Finance & Energy Centre;
- провеждане на диалози с Българската асоциация на управляващите дружества (БАУД) и с лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове, относно възможностите за разработване на подходящи за пенсионните портфейли зелени инвестиционни продукти (напр. колективни инвестиционни схеми и алтернативни инвестиционни фондове), които към момента липсват на българския капиталов пазар;<sup>29</sup>
- сътрудничество с Българска асоциация на лицензираните инвестиционни посредници (БАЛИП), което цели набиеляване на мерки за развиване капацитета на инвестиционните посредници в сферата на устойчивите финанси;

---

<sup>29</sup> Всъщност зелените инвестиционни инструменти осезаемо отсъстват от българския капиталов пазар. Едва няколко емитента на дялови книжа, листнати на БФБ, могат да бъдат считани за „зелени“, докато екосъобразни облигации въобще не се търгуват. Въпреки че българските ДПФ могат да инвестират в такива активи извън пределите на страната, то интересът им към екологичното инвестиране има потенциал да генерира нов стимул за развитие на капиталов пазар у нас. Изразеното становище, макар и логично, може да се приеме с доза скептицизъм, имайки предвид че 20 г. след въвеждането на капиталово-покривния принцип в пенсионноосигурителната система, активите на пенсионните фондове предизвикват едва забележима промяна в структурата на финансовите активи в страната (Йорданов 2020: 42) и на практика очакванията инвестициите на пенсионните фондове да предизвикат сериозен ръст на капиталовия пазар не се сбъдват. Българският капиталов пазар е изправен пред редица предизвикателства. Създадените условия за свръхрегулиране и свръхконцентрация на собствеността допринасят за ниската ликвидност и атрактивност на пазара (Георгиев, Найденова 2020: 253).

- организиране на обучения, кръгли маси, семинари и конференции по проблемите на устойчивото инвестиране на пенсионните активи;<sup>30</sup>
- провеждане на поредица от мероприятия, целящи повишаване финансовата култура на населението.

Предприемането на инициативи за законодателни и регулаторни промени от страна на доброволните пенсионни фондове, както и по-тясното им сътрудничество с Комисията за финансов надзор (КФН), могат да окажат силен тласък за инкорпориране на устойчивостта, повишаване на отчетността и превенцията на риска от „зелени заблуди“ (greenwashing). Следва да се обсъдят възможностите за промяна на ограничението за инвестиране в алтернативни инвестиционни фондове, като се разрешат не само лицензирани, а и регистрирани фондове, и допускане на инвестиции на пазари за растеж (напр. ВЕАМ, организиран от БФБ).

В контекста на устойчивите финанси въвеждането на мултипензионните фондове в България отново е актуално. ДПФ следва да повдигнат въпроса и да инициират дискусии по темата.<sup>31</sup> Настоящият модел на доброволно пенсионно осигуряване в България предлага продукти от типа „един размер за всички“ (one size fits all), като осигурените лица имат възможност да избират между различни ДПФ, но на практика дизайнът на пенсионния продукт е трудно различим. Въпреки че бенефициентите имат твърде разнолики профили, в крайна сметка законодателството позволява на пенсионноосигурителната компания да предложи само една оферта.

Освен за по-добър риск мениджмънт устойчиво отговорните инвестиции биха могли да допринесат и за максимизиране очакваната полезност на бенефициентите, простираща се отвъд традиционното разбиране за полезността като функция на риска и възвръщаемостта.<sup>32</sup> Пенсионните схеми трябва да се проектират така, че да отразяват рисковия толеранс, инвестиционните цели, ценностите и философията на осигурените лица, особено в случаите, в които осигурените лица са не само бенефициенти, а носят целия инвестиционен риск. При условие че един пенсионен администратор има възможност да конструира разнообразни портфейлни предложения, могат да се търсят инвестиционни решения, при които на екологичните, социални и управленски фактори се отдава съществено

---

<sup>30</sup> Председателят на БАДДПО регистрира няколко участия на зелени форуми („Зелената сделка и бъдещето на инвестициите и банкирането“ (ноември 2021), „Accelerate Green“ (април 2022)). В публикация от 15.04.2022 г. се отбелязва се, че членовете на БАДДПО подкрепят Зелената сделка и постигането на целите ѝ за модерна, ефективна, конкурентоспособна и устойчива икономика на база на зелените инвестиции. Освен това се уточнява, че „самите пенсионни компании са започнали подготовка за реорганизиране на своята инвестиционна дейност, като са приели важни нови елементи в инвестиционните си политики, насочени към инвестиции в дялове на компании или зелени облигации, които спазват необходимите ESG стандарти“ (<https://pension.bg/>), но прегледът на инвестиционните политики на ДПФ показва, че 8 от 10-те фонда все още не са заложили тези принципи (последен достъп 29.11.2022 г.).

<sup>31</sup> Предимствата за въвеждане на мултифондова система у нас се обсъждат от 2005 г. насам (виж по-подр.: Марков 2006, Артур 2009, Абаджиев 2009, Киров 2010, Милев 2014), като през годините са предложени поредица от законопроекта в сферата, но нито един от случаите не води до промяна.

<sup>32</sup> Veal, Goyen, Philips (2005) оспорват допускането за хомогенност на рационалните инвеститори и предлагат по-холистична дефиниция на полезността. Към риска и възвръщаемостта се добавя още един фактор за полезност – етичност. Така кривата на безразличие се преобразува в равнина от три дименсии.

значение.<sup>33</sup> По-големият инвестиционен избор от конвенционални и устойчиви портфейли при условията на мултифондова система следва да привлече повече клиенти и ресурси към доброволното осигуряване.

На този етап да се предвиди задължително инкорпориране на устойчиво отговорния подход от българските пенсионни фондове не би било удачно и не би довело до желаните ефекти. Затова и мултифондовата организация не следва да е обвързана със задължително въвеждане на екологичен инвестиционен подход. Необходими са малки, последователни стъпки в тази област, започвайки от препоръки за доброволно интегриране и подкрепа на инициативи в тази сфера. За съжаление, към момента липсват каквито и да било референции, насоки, пътни карти и обучения от страна на регулаторния и надзорен орган (КФН) по отношение на екологичните, социални и управленски фактори.

### **Заключение**

Интегрирането на зеления подход в традиционния инвестиционен процес на ДПФ има потенциал да подобри дългосрочния риск мениджмънт на пенсионните активи, да разкрие отлични инвестиционни възможности и да генерира екологични ползи за цялото общество. Безспорно са необходими финансови ресурси, но преди всичко за имплементиране на новия подход е нужна промяна в организационната култура и ценности, приобщаване на служителите от всички организационни равнища и изграждане на капацитет (вътрешна експертиза).

Пенсионните фондове споделят някои опасения по отношение на несъвършената регулаторна рамка, въвеждането на нови стандарти и таксономии, риск от „зелени заблуди“ и др. Следва да се има предвид обаче, че корпоративната адаптация протича бавно и постепенно. Изчакването на по-подходящ момент излага бенефициентите на значителни рискове и демонстрира апатия към екологичните проблеми. От друга страна, стартирането на процеса на този етап би дало възможност на ДПФ да се приспособят към динамично променящата се среда „в движение“ и да извлекат конкурентни предимства.

---

<sup>33</sup> Например австралийската компания AustralianSuper прилага ESG политика за всички управлявани от нея фондове (стабилен, консервативно-балансиран, балансиран, фонд на растежа и др.), но в асортиментния чадър се предлага и фонд „Socially Aware“, който по своята същност е балансиран, но прилага допълнителни, по-строги критерии за скрининг и тематично инвестиране по всяка от ESG детерминантите.



**Използвани източници**

- Абаджиев, Н. (2009). *Въвеждане на мултифондовете в българската пенсионна система. Готовност за началото!* //Международна конференция „Мултифондовете – приложение и перспективи в пенсионните системи на страните от Централна и Източна Европа”, София, България, 17-18 септември 2009 г. Достъпно на: [http://assoc.pension.bg/public/36@fbg\\_03%20Nikola%20Abadjiev.ppt](http://assoc.pension.bg/public/36@fbg_03%20Nikola%20Abadjiev.ppt).
- Артур, Г. (2009). *Мултифондовете: уроците на практиката.* //Международна конференция „Мултифондовете – приложение и перспективи в пенсионните системи на страните от Централна и Източна Европа”, София, България, 17-18 септември 2009 г. Достъпно на: [http://assoc.pension.bg/public/36@fbg\\_01%20Guillermo%20Arthur.ppt](http://assoc.pension.bg/public/36@fbg_01%20Guillermo%20Arthur.ppt).
- Георгиев, Л., К. Найденова (2020). *Развитие на водещите фондови пазари и предизвикателствата пред „БФБ-София” АД.* Научни трудове. Университет за национално и световно стопанство, София: Изд. комплекс УНСС, Год. 60, 2020, 1, с. 223 - 259. Достъпно на: [http://unwe-research-papers.org/uploads/ResearchPapers/RP\\_vol1\\_2020\\_No14\\_L%20Georgiev,%20K%20Naidenova.pdf](http://unwe-research-papers.org/uploads/ResearchPapers/RP_vol1_2020_No14_L%20Georgiev,%20K%20Naidenova.pdf)
- Йорданов, Й. (2020). *Развитие и състояние на българския капиталов пазар.* Годишник. Стопанска академия "Д. А. Ценов" - Свищов, Свищов : Акад. изд. Ценов, 123 [СХХIII], 2020, с. 7-56. Достъпно на: <https://dlib.univishtov.bg/bitstream/handle/10610/4448/690ebb9c38d1d671bc402b8c129735e4.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Киров, С. (2010). *Мултипензионните фондове - в търсене на приложения за България.* //Световната криза и поуците за финансовия сектор на България [Сб. докл.] : Межд. научна конф., Равда, 23 - 25.09.2010, - София: Унив. изд. Стопанство, 2010, с. 107-112. Достъпно на: [https://www.researchgate.net/publication/350042541\\_Multipensionnitate\\_fondove\\_-\\_v\\_trsene\\_na\\_prilozhenia\\_za\\_Blgaria\\_Multifunds\\_in\\_a\\_Private\\_Pension\\_System\\_-\\_Possible\\_Applications\\_for\\_Bulgaria](https://www.researchgate.net/publication/350042541_Multipensionnitate_fondove_-_v_trsene_na_prilozhenia_za_Blgaria_Multifunds_in_a_Private_Pension_System_-_Possible_Applications_for_Bulgaria)
- Марков, М. (2006). *Необходимост и възможности за въвеждане на системата на мултифондовете в дейността на допълнителното пенсионно осигуряване в България.* //Конференция „Развитието на допълнителното пенсионно осигуряване в ЕС и предизвикателствата за присъединяващите се страни“, София, България, 13.10.2006. Достъпно на: [https://www4.fsc.bg/events/diskusii/prezentacii/M\\_Markov\\_bg\\_1310.ppt](https://www4.fsc.bg/events/diskusii/prezentacii/M_Markov_bg_1310.ppt).
- Милев, Ж. (2014). *Мултифондовата система при пенсионното осигуряване в сравнителен международен план и възможностите за нейното прилагане в България.* //Икономическа мисъл, бр. 5, 2014, с. 113-133. Достъпно на: <https://www.iki.bas.bg/Journals/EconomicThought/2014/2014-5/ik.%20misal%205-2014-05.pdf>
- Пенсионноосигурителна компания „Доверие“ АД (2021). *Правилник за организацията и дейността на доброволен пенсионен фонд „Доверие“.* София, 2021. Достъпно на: [https://www.poc-doverie.bg/web/files/documents/Document/72/file/450/DPF-pravilnik\\_09.2021.pdf](https://www.poc-doverie.bg/web/files/documents/Document/72/file/450/DPF-pravilnik_09.2021.pdf)
- Пенсионноосигурителна компания „Доверие“ АД (2022). *Доброволен пенсионен фонд „Доверие“.* Инвестиционна политика. УС, протокол №434/31.10.2022 г.

- Достъпно на: <https://www.poc-doverie.bg/web/files/richeditor/dpf-ips-31-10-2022.pdf>
- Пенсионноосигурителна компания ОББ (2021). *Инвестиционна политика на доброволен пенсионен фонд ОББ*. 15.11.2021. Достъпно на: [https://ubb-pensions.bg/attachments/Tab/46/download\\_bg/investment-policy-vpf-15112021.pdf](https://ubb-pensions.bg/attachments/Tab/46/download_bg/investment-policy-vpf-15112021.pdf)
- AustralianSuper (2020). *Climate Change Report. Managing the transition to a low carbon economy*. Available at: <https://www.australiansuper.com/-/media/australian-super/files/investments/how-we-invest/climate-change/climate-change-report.pdf>
- ABP (2019). *Sustainable and responsible investment Report 2019*. Available at: <https://www.abp.nl/images/abp-sustainable-and-responsible-investment-report-2019.pdf>
- AODP (2017). *Rating the World's Investors on Climate Related Financial Risk*. Asset Owners Disclosure Project, Global Climate Index 2017. Available at: DOI: 10.13140/RG.2.2.25794.30402.
- AODP (2018a). *Winning Climate Strategies. Practical solutions and building blocks for asset owners from beginner to best practice*. Available at: DOI: 10.13140/RG.2.2.26633.16487.
- AODP (2018b). *Pensions in a Changing Climate*. Asset Owners Disclosure Project. Available at: DOI: 10.13140/RG.2.2.32505.19047
- Beal, D., M. Goyen, P. Philips (2005). Why Do We Invest Ethically? // *The Journal of Investing*, Vol. 14, Issue 3, August 2005. Available at: DOI: 10.3905/joi.2005.580551
- BPL Pensioen (2020b). *PRI Climate Transparency report 2020*. Available at: <https://www.unpri.org/climate-change/climate-change-snapshot-2020/6080.article>
- CalSTRS (2019). *Green Initiative Task Force. Annual Report Ending June 30, 2019*. Available at: <https://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/greeninitiativetaskforce2019.pdf>
- EAPF (2019). *Annual Report and Financial Statements for the year ended 31 March 2019*. Environment Agency Pension Fund. Active Pension Fund. Available at: <https://www.eapf.org.uk/resources/annual-reports-andaccounts> 132.
- Elo (2019). *Annual and responsibility report 2019*. Available at: [https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2020/elo\\_annual\\_and\\_responsibility\\_report\\_2019.ashx](https://www.elo.fi/-/media/files/yhtioasiat/tulos-ja-taloustieto/2020/elo_annual_and_responsibility_report_2019.ashx)
- Fixsen, R. (2021). KLP to hold onto high-emitters according to new net-zero roadmap. // *IPE* (27.09.2021). Available at: <https://www.ipe.com/news/klp-to-hold-onto-high-emitters-according-to-new-net-zero-roadmap/10055206.article>
- Giese, G., Z. Nagy, B. Rauis (2021). *Foundations of Climate Investing. How Equity Markets Have Priced Climate Transition Risk*. MSCI ESG Research LLC. Available at: <https://www.msci.com/www/research-paper/foundations-of-climate/02346584750>
- Ilmarinen (2019). *Taking Care of Your Pension. Ilmarinen's Annual and Sustainability Report 2019*. Available at: [https://www.ilmarinen.fi/media\\_global/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vuosikertomus/2019/annual\\_and\\_sustainability\\_report\\_2019\\_final.pdf](https://www.ilmarinen.fi/media_global/liitepankki/ilmarinen/taloudellisia-tietoja/vuosikertomus/2019/annual_and_sustainability_report_2019_final.pdf)
- LGS (2019). *Responsible Investment Snapshot 2019*. Available at: <https://www.lgsuper.com.au/assets/esg/Responsible-Investment-Snapshot-2019.pdf>

- McGlade, C., P. Ekins (2015). The Geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2°C. // *Nature*, Vol. 517, No. 7533, pp.187-90. DOI: 10.1038/nature14016
- Munnell, A., A. Chen (2016). New Developments in Social Investing by Public Pensions. State and Local Pension Plans. // *Center for Retirement Research at Boston College*. No. 53, November 2016. Available at: [https://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2016/11/slp\\_53-1.pdf](https://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2016/11/slp_53-1.pdf)
- NYSCRF (2018). *Corporate Governance Stewardship Report 2017*. Available at: <https://www.osc.state.ny.us/files/reports/special-topics/pdf/2017-corporate-governance-stewardshipreport.pdf>
- OECD (2019). *Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds*. Report on Pension Funds' Long-term Investments 2019. Available at: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Survey-of-Large-Pension-Funds-2019.pdf>
- OECD (2021). *Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2020*. Available at: [www.oecd.org/finance/survey-large-pension-funds.htm](http://www.oecd.org/finance/survey-large-pension-funds.htm)
- PGGM (2018). *Jaarverslag verantwoord beleggen 2017*. Available at: <https://www.pggm.nl/media/4ptljy4m/pggm-jaarverslag-verantwoord-beleggen-2017.pdf>
- PKA (2019). *Annual report 2018. PKA+ Pension Forsikringsselskab A/S*. Approved at the General Meeting of the Pension Fund on 29 April 2019.
- RAFP (2019). *Public Report 2018*. Available at: <https://www.rafp.fr/en/public-report-2018>
- TCFD (2017). *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. June 2017. Available at: [FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf](https://www.tcfdbank.com/~/media/TCFD/2017/06/2017-TCFD-Report-11052018.pdf) (bbhub.io)
- The Church Commissioners (2020). *Supporting the work and mission of the Church of England*. Annual Report 2019. Available at: [https://www.churchofengland.org/sites/default/files/2020-05/33295\\_CofE\\_AR19.pdf](https://www.churchofengland.org/sites/default/files/2020-05/33295_CofE_AR19.pdf)
- UNJSPF (2019). *Report on sustainable Investing 2019*. Office of investment management. Available at: <https://oim.unjspf.org/wp-content/uploads/2020/09/UNJSPF-2019-Report-on-Sustainable-Investing.pdf>
- Urwin, R. (2011). Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls. // *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 4. No. 1, pp. 26-33. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1829271>.
- Wespath (2019). *Creating a More Sustainable Global Economy. 2017-2018 Sustainable Investment Report*. Available at: <https://www.wespath.org/assets/1/7/5391.pdf>
- 2° Investing Initiative, Generation Foundation (2017). *All Swans are Black in the Dark: How the Short-term Focus of Financial Analysis Does Not Shed Light on Long Term Risks. Tragedy of the Horizon Program*. Available at: <https://2degreesinvesting.org/wp-content/uploads/2017/02/All-swans-are-black-in-the-dark.pdf>

#### Нормативна уредба:

Делегиран регламент (ЕС) 2020/1816 на Комисията от 17 юли 2020 година за допълнение на Регламент (ЕС) 2016/1011 на Европейския парламент и на Съвета по отношение на обяснението в декларацията за бенчмарка на начина, по който екологичните, социалните и управленските фактори са отразени във

- всеки изготвен и публикуван бенчмарк. L 406, 3.12.2020. Достъпно на: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=celex:32020R1816>
- Кодекс за социално осигуряване, обн. ДВ, бр. 67 от 29 Юли 2003 г.
- Регламент (ЕС) 2019/2088 на Европейския парламент и на Съвета от 27 ноември 2019 г. относно оповестяването на информация във връзка с устойчивостта в сектора на финансовите услуги, ОВ L 317, 9.12.2019 г. Достъпен на: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=BG>
- ЕК (2021a). Предложение за регламент на Европейския парламент и на Съвета относно европейските екосяобразни облигации. Брюксел, 6.07.2021 г. COM(2021) 391 final. Достъпно на: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e77212e8-df07-11eb-895a-01aa75ed71a1.0020.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e77212e8-df07-11eb-895a-01aa75ed71a1.0020.02/DOC_1&format=PDF)
- ЕК (2021b). Предложение за директива на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Директива 2013/34/ЕС, Директива 2004/109/ЕО, Директива 2006/43/ЕО и Регламент (ЕО) № 537/2014 относно отчитането на предприятията във връзка с устойчивостта. Брюксел, 21.04.2021 г. COM(2021) 189 final. Достъпно на: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=EN>
- ЕК (2021c). Делегиран регламент (ЕС) .../... на Комисията от 4.6.2021 година за допълнение на Регламент (ЕС) 2020/852 на Европейския парламент и на Съвета чрез установяване на техническите критерии за проверка с цел определяне на условията, при които дадена икономическа дейност се квалифицира като допринасяща съществено за смекчаването на изменението на климата или за адаптирането към изменението на климата, и с цел определяне дали тази икономическа дейност не нанася значителни вреди във връзка с постигането на някоя от другите екологични цели. Брюксел, 4.6.2021 г. C(2021) 2800 final. Достъпно на: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0020.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0020.02/DOC_1&format=PDF)
- ЕК (2021d). Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите. Стратегия за финансиране на прехода към устойчива икономика. Страсбург, 6.7.2021 г. COM(2021) 390 final. Достъпно на: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0006.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF)
- ЕК (2021e). Приложение към Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите. Стратегия за финансиране на прехода към устойчива икономика. Страсбург, 6.7.2021 г. COM(2021) 390 final. Достъпно на: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0006.02/DOC\\_2&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_2&format=PDF)

Интернет страници:

<https://carbontracker.org/terms/stranded-assets/>

<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/corporate-culture>

<https://pension.bg/>

<https://www.klp.no/om-klp/samfunnsansvar/vi-er-en-engasjert-og-ansvarlig-eier/retningslinje-for-klp-som-ansvarlig-investor>





