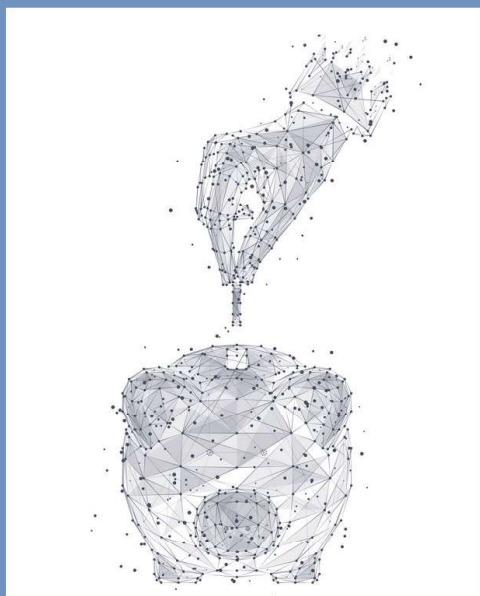


Станислав Димитров

Концептуални основи на оценката на пенсионноосигурително дружество

**книга на базата на защитен дисертационен труд
за присъждане на ОНС "доктор"**



**Издателство на ВУЗФ
"Св. Григорий Богослов"
София, 2022**

КОНЦЕПТУАЛНИ ОСНОВИ НА ОЦЕНКАТА НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНО ДРУЖЕСТВО

**(книга на основата на защитен дисертационен труд за присъждане на
образователна и научна степен „доктор“ на тема „Оценка на
пенсионноосигурително дружество)**

Станислав Димитров

РЕДАКЦИОННА КОЛЕГИЯ

доц. д-р Григорий Вазов, главен редактор

доц. д-р Радостин Вазов, зам. главен редактор

проф. д.и.н. Методи Христов

проф. д.и.н. Виржиния Желязкова

проф. д-р Радослав Габровски

проф. д-р Даниела Бобева

проф. д-р Емилия Миланова

проф. д-р Григор Димитров

доц. д.и.н. Красимир Тодоров

доц. д-р Станислав Димитров

доц. д-р Даниела Илиева

ас. д-р Виктория Гацова

Рецензенти:

проф. д.и.н. Виржиния Желязкова

проф. д-р Юлия Добрева

© ВУЗФ, Издателство „Св. Григорий Богослов“, 2022

ISBN 978-619-7622-21-8

Авторът носи отговорност за прецизността по отношение на граматическо, правописно и стилово отношение.

СЪДЪРЖАНИЕ

СЪДЪРЖАНИЕ	3
СПИСЪК НА СЪКРАЩЕНИЯТА	4
СПИСЪК НА ТАБЛИЦИ, ГРАФИКИ И ФИГУРИ	6
УВОД	8
ПЪРВА ГЛАВА	11
РОЛЯ И МЯСТО НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНИТЕ ДРУЖЕСТВА	11
1. Дейност по допълнително пенсионно осигуряване	11
2. Пазар на допълнително пенсионно осигуряване	30
3. Тенденции, определящи дейността на пенсионноосигурителните дружества	45
ВТОРА ГЛАВА	66
ФАКТОРИ, ВЛИЯЕЩИ ВЪРХУ ОЦЕНКАТА НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНОТО ДРУЖЕСТВО.....	66
1. Финансово-икономически анализ и методи за оценка на цяло дружество	66
2. Парични потоци на пенсионноосигурителното дружество	76
3. Регулаторен и политически риск в дейността на пенсионноосигурителното дружество	96
ТРЕТА ГЛАВА	109
МОДЕЛ ЗА ОЦЕНКА НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНО ДРУЖЕСТВО	109
1. Извеждане на модел за оценка на пенсионноосигурително дружество в България 109	
2. Аprobация на модела за оценка въз основа на информация за пазарни сделки по сливания и придобивания на пенсионноосигурителни дружества	127
3. Анализ на чувствителността на цената на пенсионноосигурително дружество при промени в стойности на основни параметри в модела за оценка.....	138
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	143
ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА	145

СПИСЪК НА СЪКРАЩЕНИЯТА

АБЗ – Асоциация на българските застрахователи

БАДДПО – Българска асоциация на дружествата за допълнително пенсионно осигуряване

БВП - Брутен вътрешен продукт

БНБ – Българска народна банка

ДАОН – Държавна агенция за осигурителен надзор

ДДПО – допълнително доброволно пенсионно осигуряване

ДЗПО – допълнително задължително пенсионно осигуряване

ДОО – Държавно обществено осигуряване

ДПО – допълнително пенсионно осигуряване

ДПФ – Доброволен пенсионен фонд

ДПФПС – Доброволен пенсионен фонд по професионални схеми

ЕИОПА – ЕИОРА, European Insurance and Occupational Pensions Authority, Европейски орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване

ЕК – Европейска Комисия

ЕП – Европейски Парламент

ЕС – Европейски Съюз

ЗБДОО – Закон за бюджета на Държавното обществено осигуряване

ЗДДПО – Закон за допълнително доброволно пенсионно осигуряване

ЗКПО – Закон за корпоративното подоходно облагане

ЗДДФЛ – Закон за данъците върху доходите на физическите лица

ИП – индивидуална партия

КЗ – Кодекс за застраховане

КЗОО – Кодекс за задължително обществено осигуряване

КСО – Кодекс за социално осигуряване

КФН – Комисия за финансов надзор

МОД - Минимални осигурителни доходи

МОТ - Международна организация по труда

МФ - Министерство на финансите

НАП – Национална агенция за приходите

НОИ – Национален осигурителен институт

НСИ – Национален статистически институт

ОЗМ - Общо заболяване и майчинство

ОСВ - Осигурителен стаж и възраст

ПЕПП – PEPP, pan – European personal pension product, общеевропейски продукт за лично пенсионно осигуряване

ПОД – Пенсионноосигурително дружество

ПОК – Пенсионноосигурителна компания

ППС – професионална пенсионна схема

ППФ – Професионален пенсионен фонд

СОД - Среден осигурителен доход

ТЕЛК - Териториални експертни лекарски комисии

УПФ – Универсален пенсионен фонд

ФДПО – фонд/ове за допълнително пенсионно осигуряване

ФДЗПО – фондове за допълнително задължително пенсионно осигуряване

ФДДПО – фондове за допълнително доброволно пенсионно осигуряване

СПИСЪК НА ТАБЛИЦИ, ГРАФИКИ И ФИГУРИ

Таблица № 1. Таксономия на пенсиите	13
Таблица № 2. Основни специфики в дейността на пенсионноосигурителните дружества	25
Таблица № 3. Брой регистрирани пенсионноосигурителни дружества и фондове за допълнително пенсионно осигуряване в България към 31.01.2022 г.....	31
Таблица № 4. Осигурени лица и управлявани активи на Доброволните пенсионни фондове в България към 31.12.2001 г.	32
Таблица № 5. Осигурени лица и управлявани активи на Професионалните пенсионни фондове в България към 31.12.2001 г.	33
Таблица № 6. Балансови активи в хил. лв. и осигурени лица на пенсионноосигурителните дружества и фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България към 30.09.2021 г.	37
Таблица № 7. Постъпления от осигурителни вноски по пенсионноосигурителни дружества и фондове за допълнително пенсионно осигуряване за периода 2018–2020 г.	38
Таблица № 8. Служебно разпределени лица в УПФ и ППФ за периода 2016 – 2020 г. ..	41
Таблица № 9. Брой осигурени лица, пенсии и пенсионери в България за периода 2010 – 2020 г.	45
Таблица № 10. Коефициент на заместване на дохода от пенсия в България за периода 2010 – 2020 г.	47
Таблица № 11. Прогноза за населението на България по възрастови групи за периода 2017 – 2070 г.	53
Таблица № 12. Основни акционери в пенсионноосигурителните дружества в България към 31.01.2022 г.	58
Таблица № 13а. Финансови показатели на пенсионноосигурителните дружества в България за периода 2016 г. – 2020 г.	72
Таблица № 13б. Финансови показатели на пенсионноосигурителните дружества в България за периода 2016 г. – 2020 г.	73

Таблица № 13в. Финансови показатели на пенсионноосигурителните дружества в България за периода 2016 г. – 2020 г.	73
Таблица № 14. Видове и максимален размер на таксите и удръжките в полза на ПОД...	77
Таблица № 15а. Приходи от такси и удръжки по пенсионноосигурителни дружества, фондове за допълнително пенсионно осигуряване и видове за 2020 г. /в хил. лв./	78
Таблица № 15б. Приходи от такси и удръжки по пенсионноосигурителни дружества, фондове за допълнително пенсионно осигуряване и видове за 2020 г. /в хил. лв./.....	78
Таблица № 16. Стойности на допускания при оценка на пенсионноосигурително дружество	88
Таблица № 17. Сравнение на ПОД относно пазарни дялове по приходи от такси и удръжки спрямо пазарни дялове по активи и осигурени лица на ФДПО за 2020 г.	91
Таблица № 18. Разлики в управлението на допълнителни задължителни пенсионни фондове и доброволен пенсионен фонд	96
Таблица № 19. Лицензиране и прекратяване на дейността на пенсионноосигурителни дружества в България за периода 2000 – 2021 г.	127
Таблица № 20. Основни сделки по покупко-продажба на мажоритарни дялове на пенсионноосигурителни дружества в България за периода 2000 – 2021 г.	128
Таблица № 21. Пазарни цени за акционерни дялове в пенсионноосигурителни дружества в България за периода 2002 – 2021 г.	131
Таблица № 22. Справедлива цена на 100% от капитала на ПОД Лукойл Гарант-България и ПОАД ЦКБ-Сила	132
Таблица № 23а. Справедлива цена на ПОД в лв. по метода на пазарните множители с предприятие-аналог Ен Ен ПОД	134
Таблица № 23б. Справедлива цена на ПОД в лв. по метода на пазарните множители с предприятие-аналог Ен Ен ПОД	134
Графика № 1. Вноски в Доброволните пенсионни фондове в хил. лв.	39
Графика № 2. Изплатени суми от ФДПО по години в хил. лв.	43

УВОД

Допълнителното пенсионно осигуряване е съществена част от общата система на пенсионна защита на населението в България. Допълнителното пенсионно осигуряване се осъществява в допълнителни пенсионни фондове. Администратори на допълнителните пенсионни фондове са пенсионноосигурителните дружества. Предметът на дейност на пенсионноосигурителните дружества е единствено осъществяване на дейност по допълнително пенсионно осигуряване /ДПО/. Дизайнът на пенсионната система на отделните държави се различава в зависимост от общественно-икономическите отношения, традициите, спецификите, целите, възприетите политики и др. фактори. Различията в дизайна са валидни и за държавите-членки на Европейския съюз /ЕС/.

Независимо от различията в практиките на държавите-членки на ЕС, дейността по допълнително пенсионно осигуряване заема важно място в областта на социалното осигуряване, в областта на дейността на небанковите финансови институции, на пазарите на дългосрочно спестяване и на пазарите на финансови инструменти. Едни от акцентите на анализа на дейността по допълнително пенсионно осигуряване са сигурността и ефективността на спестяването в този вид продукти. Финансовото състояние и оценката на пенсионните администратори на тези услуги са съществен елемент от анализа на дейността по допълнително пенсионно осигуряване, както и за резултатите от спестяването в пенсионни продукти. Оценката на пенсионноосигурителното дружество /ПОД/ е важна за много широк кръг от заинтересовани страни: акционери; потенциални инвеститори; мениджмънт; служители; клиенти; надзорни и регулаторни органи; работодатели; синдикални организации; одитори и др. Ето защо на изследване подлагаме оценяването на пенсионноосигурителното дружество.

Наше мнение е, че изследването на финансовото състояние и оценката на ПОД е интердисциплинарен анализ. Основание да считаме това, са обстоятелствата, че изследването обхваща проблематиката на финансово-икономическия анализ, оценяването на цяло предприятие, анализа на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и дейността на пенсионноосигурителното дружество, пенсионната и социална система в държавата, изследването на регулаторни политики и тенденции, взаимовръзките с финансовите пазари, както и развитието на алтернативни спестовни и инвестиционни продукти и услуги. Изследването се основава на дисертационен труд на автора за присъждане на образователна и научна степен "доктор" - ВАК /Димитров Ст.

„Оценка на пенсионноосигурително дружество“/, защитата на която се състоя през м. януари 2008 г., с номер на диплома № 32376/19.05.2008 г., утвърдена с Протокол 4/18.03.2008.

В настоящата книга се извършва изследване на концептуалните основи на оценката на пенсионноосигурително дружество. Разгледани са методите за оценка, търсят се онези от тях, които са най-подходящи към спецификите на дейността на ПОД. Изведени са факторите, които влияят върху паричните потоци на ПОД. Потърсени са факторите за избор на метод за оценка на ПОД. Променящата се среда относно дейността на пенсионноосигурителните дружества в България следва да намери подходящо изражение в промени на модела за оценка като цяло предприятие на този вид небанкови финансови институции. Промените в модела създават предпоставки за доближаване на цената на ПОД до справедливата пазарна цена.

За постигане целите на изследването е възприета следната структура. В Глава Първа са разгледани ролята и мястото на пенсионноосигурителните дружества като небанкови финансови институции. Извършва се анализ на развитието на допълнителното пенсионно осигуряване в контекста на единствен предмет на дейност на пенсионноосигурителното дружество. Изследва се пазарът на допълнително пенсионно осигуряване с оглед извършването на оценка на пенсионноосигурително дружество. Разгледани са тенденциите, определящи дейността на пенсионноосигурителните дружества.

В Глава Втора се анализират факторите, влияещи върху оценката на пенсионноосигурителното дружество. Разгледани са финансово-икономическият анализ и методите за оценка на цяло предприятие. На анализ са подложени паричните потоци на пенсионноосигурителното дружество в контекста на извършването на оценка. В отделна точка акцент се поставя на регулаторния и политическия риск в дейността на пенсионноосигурителното дружество. Рисковете в дейността на пенсионните администратори оказват влияние върху оценката им.

В Глава Трета се формулира модел за оценка на пенсионноосигурително дружество. При разработването на модела са отчетени спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване, външните и вътрешните фактори, влияещи върху паричните потоци, финансовите резултати и дейността на пенсионноосигурителното дружество. Потърсена е апробация на модела въз основа на информация за пазарни

сделки. Извършен е анализ на чувствителността на цената на ПОД при промени в стойности на основни параметри в модела за оценка.

В Заключение са формулирани основните изводи от изследването.

В справката „Използвана литература“ са показани ползваните литературни източници, нормативна уредба и он-лайн източници на информация.

ПЪРВА ГЛАВА.

РОЛЯ И МЯСТО НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНИТЕ ДРУЖЕСТВА

1. Дейност по допълнително пенсионно осигуряване

Оценката на пенсионноосигурително дружество се извършва с определени техники и процедури валидни за оценката на финансови институции и на предприятия от реалния сектор, като се отчитат характеристиките и спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване. Една от задачите ни, за да извършим оценка на ПОД, е да анализираме дейността, която извършва дружеството. ПОД имат единствено предмет на дейност допълнително пенсионно осигуряване¹. Общоприето е при оценка на предприятие на изследване да се поставят активите, паричните потоци, пасивите, потенциалът на дружеството да генерира стойност, да реализира доходност и отделните финансови показатели. В допълнение, се търси пазарна информация за цена на ПОД. Процесите на формиране, състоянието и бъдещото развитие на активите на ПОД и на управляваните фондове за допълнително пенсионно осигуряване /ФДПО/, паричните потоци в ПОД и финансовите показатели за дейността на ПОД зависят от дейността на мениджмънта, от вътрешните фактори за развитие на дружеството и от външните фактори за развитие на дружеството. Трите фактора за пазарно развитие на ПОД са взаимосвързани със спецификата на дейността по допълнително пенсионно осигуряване: мениджмънтът взема решения в рамките на ограниченията в законодателството и пазара, на който функционира; вътрешните фактори имат проявление в зависимост от конкретната ситуация и процеси; външните фактори сами по себе си са част от специфичната среда, в която оперира дружеството и определят тази среда.

Стигаме до извода, че за да изследваме паричните потоци и за да формулираме цялостна система от стъпки, подходи, методи и модели за извършване на оценка на ПОД е необходимо да анализираме спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване. В процеса на изследване на дейността ние ще имаме възможност да анализираме областите на бъдещи регулации и развитието на сегашните регулации в дейността по допълнително пенсионно осигуряване. След като знаем причините за

¹ Чл. 121 ал. 2 от Кодекса за социално осигуряване

характеристиките и спецификите, внимание ще отделим на задълбочено изучаване на самите специфики. За нас е важно какво отражение имат тези специфики върху дейността и резултатите на ПОД. След като сме наясно със спецификите, можем да пристъпим към следващата стъпка - да изследваме финансовите отношения на ПОД. Финансовите процеси и явления в пенсионното дружество са основата ни за оценка на ПОД. Паралелно с финансовите отношения на ПОД, ние ще анализираме пазара по допълнително пенсионно осигуряване. Пазарът като съвкупност от търсене и предлагане влияе върху настоящата и бъдеща дейност на пенсионното дружество. След като определим ролята на пазара, ще разгледаме паричните потоци като фактор за пазарното развитие и за оценката на ПОД.

Същност на допълнителното пенсионно осигуряване

По своята същност допълнителното пенсионно осигуряване е средство за гарантиране на допълнителен доход за периода след прекратяване на трудова дейност. В този контекст, допълнителното пенсионно осигуряване е част от системата на социално осигуряване в страната. Различни дефиниции на социалното осигуряване съществуват в икономическата литература в България. Смятам, че по същество те не се различават. В повечето от тях се влага смисъл, че социалното осигуряване е форма на издръжка на нетрудоспособните. В този контекст, като част от системата на социално осигуряване, допълнителното пенсионно осигуряване разглеждаме като форма на издръжка на лицата в неработоспособна възраст и техните наследници. Дейността по допълнително пенсионно осигуряване се изразява в набиране на осигурителни вноски, управление на тези вноски, разпределяне на доход вследствие управлението на вноските и изплащане на осигурителни плащания.

Преди да анализираме дейността на ПОД трябва да потърсим отговор на въпроса защо се появява и развива дейността по допълнително пенсионно осигуряване. Отговорът на този въпрос има пряка връзка с проблема за покриване на разходите за живот след работоспособна възраст. Този проблем се решава по два начина. Първият, чрез предоставяне на по-голяма тежест на личната отговорност, при която всеки самостоятелно взима решение на какви доходи да разчита след излизане от работоспособна възраст. Вторият начин, чрез гарантиране на необходимите доходи за неработоспособните чрез взимане от доходите на работещите. Първият модел е по-

справедлив, като по този начин се избягва трансформация на доходи между поколенията. Вторият модел е по-социален и при него се прави известна уравниловка на пенсионните доходи. Най-често двата модела се комбинират, като се предоставя по-голяма тежест на единия от тях в зависимост от конкретните икономически и социални особености на страната. В България се възприе именно комбинирания вариант на разходо-покривна и капиталова система, като водещ е първият модел на финансиране, а вторият е допълващ.

По мнението на повечето експерти (Н. Павлов, Г. Гочев, Б. Манов, Д. Димова, М. Керемидчиева) пенсионната и по-общо - социалната защита на населението след излизане от работоспособна възраст се извършва по линията на три стълба. Други автори² (Р. Холцман, А. Гил, А. Мусалем, М. Рутковски и Й. Христосков), виждат в сегашния ни модел наличието на пет стълба:

- 1) “нулев стълб” – тази подсистема предоставя права дори и при определен минимален брой вноски, като пример за това е плащането под формата на социална пенсия;
- 2) “първи стълб” - задължителна подсистема на солидарен принцип, основана на дефинирани вноски от дохода на лицето и стремяща се да замести определена част от дохода преди пенсиониране;
- 3) “втори стълб” - задължителна подсистема на индивидуална капитализация, основана на дефинирани вноски от дохода на лицето, постъпващи по лична спестовна сметка и по линия, на която се изплаща ранна пенсия или допълнителна пожизнена пенсия;
- 4) “трети стълб” - доброволни договорни отношения на основата на индивидуална капитализация, лична спестовна сметка и дефинирани вноски. За разлика от подсистемите на задължително пенсионно осигуряване, доброволните споразумения съдържат голяма степен на гъвкавост на осигуряването - при входящите вноски, при управлението на средствата и при изходящите плащания;
- 5) “четвърти стълб” - семейни източници на финансова и нефинансова помощ за възрастните.

² Холцман, Р., И. Гил, А. Мусалем и М. Рутковски, “Подпомагане доходите на възрастното население през XXI век. Възгледите на Световната банка по отношение на пенсионните системи и реформи”, бюлетин на Националния осигурителен институт, бр.4, 2004 г., с. 10

Класификация³ на видовете пенсии според четиримата автори /Холцман, Гил, Мусалем и Рутковски/ е обобщена на Таблица № 1. При тази таксономия са определени някои характеристики съобразно целевите групи, участието в осигуряването и начина на финансиране на подсистемите.

Таблица № 1.

Таксономия на пенсиите

Съълб	Целеви групи		Главни критерии		
	Бедни/Не-формален сектор	Формален сектор	Характеристики	Участие	Финансиране
0	X x	X	“Базова” или социална пенсия, социално подпомагане, всеобщо или според имотното състояние	Универсално	Бюджет
1			Обществен пенсионен план, обществено управляван, финансирани или условни дефинирани вноски	Задължително	Вноски, финансови резерви
2		X	Професионален или личен пенсионен план, напълно изплащани фиксирани вноски	Задължително	Финансови активи
3	x	X	Професионален или личен пенсионен план, напълно изплащани фиксирани вноски	Доброволно	Финансови активи
4	x	X	Лични спестявания, достъп до здравеопазване и други финансови или нефинансови активи	Доброволно	Парични и непарични активи

Заб.: Размерът на буквите x и X характеризира важността на всеки съълб за целевата група

Източник: Холцман, Р., И. Гил, А. Мусалем и М. Рутковски, “Подпомагане доходите на възрастното население през XXI век. Възгледите на Световната банка по отношение на пенсионните системи и реформи”, бюлетин на Националния осигурителен институт, бр.4, 2004 г., с. 10

Въпреки, че в голямата си част тази класификация и дефинираните характеристики съответстват на пенсионната система в България, защитаваме твърдението, че три са основните направления за получаване на пенсия на лицата на възраст над работоспособната у нас: солидарно направление основано на задължителни вноски и преразпределение на средствата между поколенията - осигурени лица; капиталово направление основано на задължителни вноски и индивидуална капитализация на вноски и трето направление – капиталово, което се основава на доброволни вноски и индивидуална капитализация.

³ Холцман, Р., И. Гил, А. Мусалем и М. Рутковски, “Подпомагане доходите на възрастното население през XXI век. Възгледите на Световната банка по отношение на пенсионните системи и реформи”, бюлетин на Националния осигурителен институт, бр.4, 2004 г., с. 10

Администратор на осигуряването по второ и трето направление е ПОД. От значение за конкретните характеристики на дейността на институциите - доставчици на услугата по допълнително пенсионно осигуряване е по какъв начин са организирани отделните дейности: как се финансират осигурителните плащания; какви са правата и задълженията на осигурените лица; какви са правата и задълженията на осигурителите; кои са институциите, ангажирани в отделните елементи от цялостната дейност; как се осъществява надзор върху дейността, какви са регулациите в тази област и др. Тези въпроси са решени по един или друг начин в практиката на всяка една страна, която е въвела в пенсионната си система допълнителното пенсионно осигуряване. Споменаваме тези обстоятелства, защото оценката на ПОД изисква да се извърши анализ на дейността по допълнително пенсионно осигуряване. На основата на характеризиране дейността на ПОД и извеждане на спецификите на тази дейност можем да формулираме система от показатели и техники за оценка на ПОД. Целта ни е тази система от показатели и техники да доведе до извеждане на цена на ПОД, която да съответства на справедливата пазарна цена.

Допълнителното пенсионно осигуряване в България се осъществява в две направления – допълнително задължително и допълнително доброволно пенсионно осигуряване. Допълнителното задължително пенсионно осигуряване (ДЗПО) се осъществява чрез участие във фондове за допълнително задължително пенсионно осигуряване (ФДЗПО). Тези фондове са два вида - универсални пенсионни фондове (УПФ) и професионални пенсионни фондове (ППФ). Осигуряването в двата фонда е с различна цел – осигуряването в тях се различава по обхват на осигурените лица, размер на осигурителните вноски и видове плащания. В УПФ задължително се осигуряват лицата, които са родени след 31 декември 1959 г., ако са осигурени във фонд „Пенсии“ на Държавното обществено осигуряване /ДОО/. В ППФ задължително се осигуряват лицата, работещи при условията на първа и втора категория труд, които са осигурени във фонд „Пенсии“ на ДОО, независимо от тяхната възраст. Осигуряването в УПФ е за допълнителна пенсия /чл. 127 ал. 1 от КСО/. Осигуряването се финансира с вноската от 5% от осигурителния доход на лицето. Осигуряването в ППФ е за пенсия за ранно пенсиониране /чл. 127 ал. 2 от КСО/. Осигуряването се финансира с вноски от 12% и 7% от осигурителния доход на лицето, съответно за работещите в условията на първа и втора категория труд.

Регламентирането на два вида допълнителни задължителни пенсионни фондове (универсални и професионални) в рамките на втория пенсионен стълб се разглежда /Петков, Б. 2021/⁴ като специфичен елемент от дизайна на втория пенсионен стълб в България, поради наличието на осигуряване в ППФ. Осигурителните вноски в ППФ са изцяло за сметка на работодателя. Осигурените лица в ППФ придобиват при определени условия право на срочна професионална пенсия за ранно пенсиониране.

Тук е мястото да споменем, че в края на 2014 г. и началото на 2015 г. с промени в законодателството, осигуряването в УПФ се превърна от задължително в квази-задължително. На осигурените лица се предостави право за прехвърляне на средствата и осигуряването им изцяло в първия стълб (т.н. opt-out възможност). Подобни права на осигурените лица бяха предоставени и в други страни от Централна и Източна Европа /ЦИЕ/ - Полша, Словакия, Хърватия и Румъния. От възможността за последващ избор за промяна на осигуряването от УПФ в първия стълб осигуреното лице може да се възползва не по-късно от 5 години преди навършване на пенсионна възраст, като се предвидени по-гъвкави възможности в началните години от тази промяна.

Осигуряването в Доброволни пенсионни фондове има за цел натрупване на средства, които осигуреното лице да получава под формата на допълнителна доброволна пенсия. Всъщност на осигуреното лице се предоставя значителна свобода при осигуряване на ДПФ – избор на вида на плащането /лична пенсия, еднократно или разсрочено плащане/, избор на момента на получаване на плащането, избор на старт и край на осигуряването, избор на осигурителна вноска, начин на заплащане на вноските, периодичност на заплащане на вноските, посочване на наследник на натрупаните средства и др. Размерът на осигурителната вноска е по решение на този, който я заплаща. Вноската може да се заплаща за сметка на самото осигурено лице, работодател или друг осигурител.

Когато търсим сравнимост на дейността на пенсионните администратори в различни страни, обръщаме внимание към дейностите, които тези администратори извършват във връзка с осигуряването за допълнителна пенсия. Вариантите за организация на допълнителното задължително пенсионно осигуряване са по-малко от вариантите на организация на доброволното пенсионно осигуряване поради по-голямата унификация на изискванията и елементите на дейността спрямо осигуряването с

⁴ Христосков, Й., Петков, Б. и Димитров Ст. (2021). „Развитие на социалното осигуряване в Република България за периода 1990-2020 г. (състояние, проблеми и предизвикателства)”, стр. 37

доброволни вноски. Обхватът и дълбочината на регулациите при задължителното осигуряване са повече спрямо доброволното осигуряване. Поради тази причина, организацията на доброволно пенсионно осигуряване в отделните страни се различава много повече отколкото организацията на допълнителното задължително пенсионно осигуряване. Разликите най-вече се откриват в следните аспекти: *институции*, на които държавата делегира права и задължения да участват в дейността – специализирани пенсионни администратори, банки, животозастрахователни компании, управляващи дружества; *режим на данъчно облагане* – данъчно облагане на вноските, данъчно облагане на доходността от управление на натрупващите се средства и на осигурителните плащания; *права на осигурените лица* – видове осигурителни плащания; изискване за минимален брой години на осигуряване, наследяване на парите, преносимост на правата - при фирмените пенсионни планове; *степен на стимулиране* на осигуряването от работодател; възможност за избор на осигуреното лице измежду различни по риск *инвестиционни портфейли*. Ползите за осигурените лица от доходността при управление на доброволните фондове се характеризират с известна степен на несигурност.

Проблемът за гарантирането на допълнителна пенсия има и следното измерение: по какъв начин ще се финансира пенсията – от работодателя-осигурител, от осигуреното лице, от държавата (посредством данъчни облекчения, директно участие или други стимули). Освен това, теорията познава два основни начина на осигуряване – осигуряване на основа на предварително определени вноски (DC, defined contributions) и осигуряване на основа на предварително определени осигурителни плащания (DB, defined benefits). В България бе възприет принципът на осигуряване при предварително определени вноски. Споменаваме тези особености, защото принципите залегнали в допълнителното пенсионно осигуряване водят след себе до определени характеристики в дейността на институцията-доставчик на услугата. Сред примерите за такива характеристики са въвеждане на единна правно организационна фигура – пенсионноосигурителното дружество - за събиране на вноски (с изключение на вноските в ДЗПО, които се събират от НАП), управление на средства и изплащане на осигурителни плащания; обособяване на индивидуални партии; въвеждане на гарантирана минимална доходност при допълнителното задължително пенсионно осигуряване; ежедневно разпределение на доходност; свобода на ползване на натрупаните средства в Доброволен пенсионен фонд; унифициране до голяма степен на пенсионните продукти; възприемане

на система от мерки за минимизиране разходите по администриране на осигуряването по индивидуални партии. Тези характеристики формират и имат пряко влияние върху дейността на ПОД. Тук е мястото да се спомене, че ПОД е небанкова финансова институция, от гледна точка ролята и мястото на този тип дружества на пазара на финансови услуги. ПОД се надзират от Комисията за финансов надзор /КФН/, която е органът за надзор върху небанковите финансови институции от типа на застрахователи, управляващи дружества, инвестиционни посредници, колективни инвестиционни схеми, осигурителни посредници, застрахователни посредници и др. Част от споменатите по-горе характеристики на ПОД ги има и при други финансови институции, но те не присъстват в своята цялост и комплексност при никоя друга финансова институция.

С оглед изясняване същността на допълнителното пенсионно осигуряване от значение са причините за избора частни структури да извършват дейността по допълнително пенсионно осигуряване. Тези причини могат да се търсят в постигането на следните цели:

1. Намаление на разходите по администриране на дейността;
2. Въвеждане на силна конкуренция между дружествата за привличане и обслужване на осигурените лица, в резултат на което да се предложи по-добра услуга на клиента;
3. Приемане на разходите по информационно – разяснителна кампания от частни субекти;
4. Постигане на по-високо равнище на заместване на дохода спрямо държавното пенсионно осигуряване при равни входящи вноски, чрез реализиране на висока доходност при управление средствата на осигурените лица.

Друг аспект на допълнителното пенсионно осигуряване също пряко влияе върху организацията на работа в ПОД, а именно институциите, ангажирани в осъществяване на дейността по допълнително пенсионно осигуряване – дейностите не са концентрирани в един пенсионен администратор. При допълнителното пенсионно осигуряване институциите са основно в пет групи – законодателни, надзорни, по събиране на вноските, по управление на вноските и по изплащане на осигурителните плащания. В България, последните три функции се осъществяват от една организация – пенсионноосигурителното дружество. Особеност е, че при допълнителното задължително пенсионно осигуряване събирането на вноските е възложено на друга

организация – Националната агенция за приходите, която агенция събира останалите задължителни вноски, както и преимуществена част от данъчните задължения.

Важно за анализа на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и оценката на ПОД е да обърнем внимание, че през първата половина на 2021 г. чрез поредица от изменения и допълнения в нормативната уредба бе доразвита регламентацията на фазата на изплащане /пенсионните плащания и продукти/ от допълнителното задължително пенсионно осигуряване /от УПФ и ППФ/. С тази регламентация се попълни една празнота в законовата рамка, която празнота създаваше несигурност и генерираше по-голям риск за дейността на ПОД. Важно за анализа на дейността на ПОД е факта, че дейностите по пенсионните плащания останаха изцяло в рамките на тези дружества, като не се позволи на други финансови институции /застрахователни компании, инвестиционни дружества и банки/ да навлязат на този пазар. По този начин, ПОД се явяват единствените доставчици на услугата по допълнително пенсионно осигуряване.

Дейността по допълнително пенсионно осигуряване има двуаспектен израз – социален аспект и икономически аспект. Социалният аспект се обуславя от основната същност на дейността – да гарантира допълнителен доход в определен момент от живота на дадено лице. Икономическият аспект се изразява в две направления: първо, единствен доставчик на услугата е ПОД и акционерите на дружеството се ръководят от икономически подбуди; второ, пенсионните дружества управляват значителен финансов ресурс, който ресурс може да се използва за икономическото развитие на страната.

От спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване произтича изводът, че ПОД не функционира като напълно свободен икономически субект. Държавата извършва пряка намеса в дейността по допълнително пенсионно осигуряване, в частност в дейността на ПОД. Всяка икономическа дейност в една или друга степен е регламентирана и регулирана. Разликата при отделните дейности е в степента на регламентиране и регулиране.

Хр. Христов и Св. Христова обръщат внимание на някои „особености“ на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване.⁵ Според тях това са: социално-икономическият характер; доброволният характер; дългосрочният характер; разностранните договори и регулярните връзки с клиентите. Считаме, че изброените

⁵ Христов, Хр. и Св. Христова, „Социално-осигурителни отношения“, «Тракия-М», София, 2001 г., с. 128

особености са характерни за осигуряването в Доброволен пенсионен фонд, като заедно с останалите изброени в таблицата по-горе особености формират спецификата на дейността по допълнително пенсионно осигуряване. По-нататък в изследването подробно анализираме какво влияние имат изброените по-горе в таблицата специфики върху подбора на подходи и методи за прогнозиране на бъдещите парични потоци и върху технологията за оценка на ПОД.

Краткият исторически преглед на развитието на дейността по допълнително пенсионно осигуряване в България ни помага да разберем в по-добра степен дейността на пенсионните дружества, формирането и управлението на техните парични потоци и резултатите от тяхната дейност.

Допълнителното пенсионно осигуряване в България възниква с началото на дейността по допълнително доброволно пенсионно осигуряване. За начало на дейността по допълнително доброволно пенсионно осигуряване се приема месец февруари 1994 г., когато е стартът на дейността на първия Доброволен пенсионен фонд. Първите пет години, 1994 – 1999 г., пенсионните компании работят без специално законодателство. През този период от време пенсионните компании извършват само дейност по осигуряване за доброволна пенсия. Първоначален вариант на Закон за доброволно пенсионно осигуряване е съставен през 1997 г., като на 20.07.1999 г. в „Държавен вестник” е обнародван Закон за допълнително доброволно пенсионно осигуряване, който регламентира функционирането и лицензирането на пенсионноосигурителните дружества. В края на 1999 г. се приема Кодекс за задължително обществено осигуряване /КЗОО/, който регламентира дейността на Националния осигурителен институт /НОИ/, Държавното обществено осигуряване /ДОО/ и допълнителното задължително пенсионно осигуряване /ДЗПО/. Също през 1999 г. се създава Държавна агенция за осигурителен надзор /ДАОН/, който е надзорният орган на дейността на ПОД. Впоследствие ДАОН се влива в КФН. Към края на 1999 г. в доброволните пенсионни фондове са натрупани над 87 млн. лв. активи, които активи са средствата на над 454 хил. осигурени лица. Първите дружества, които имат право да извършват дейност по допълнително пенсионно осигуряване, се лицензират месец септември 2000 г. Кампаниите за първоначално привличане на членове на Професионален пенсионен фонд и Универсален пенсионен фонд са съответно края на 2000 г. и началото на 2001 г. и от края на февруари 2001 г. до 30.09.2001 г. Осигуряването в ППФ стартира от месец май 2001 г. Началото на осигуряването в УПФ е от 01.01.2002 г.

В периода 2002 – 2007 г. са приети множество подзаконови нормативни актове и промени в законодателството в областта на дейността по допълнително пенсионно осигуряване. Някои от тези области са: инвестиране активи на ФДПО; изисквания за капиталова база; въвеждане на ежедневно разпределение на доходност; приемане на процедура за смяна на фонд; поетапно увеличаване размера на вноската в УПФ; значителни промени на режима на данъчно облагане на осигуряването в ДПФ. От месец август 2003 г. влиза в сила нов Кодекс за социално осигуряване /КСО/, който обединява Кодекса за задължително обществено осигуряване и Закона за допълнително доброволно пенсионно осигуряване. Едно от съществени събития е въвеждането на дялове при отчитане на индивидуалните партии на осигурените лица в трите допълнителни пенсионни фонда, като това става от 01.07.2004 г. Размерът на осигурителната вноска в УПФ постепенно нараства от първоначалната 2% на 5% от началото на 2007 г. Във връзка с приемането на България в ЕС се извършват промени в КСО, според които от началото на 2007 г. доброволно пенсионно осигуряване може да се извършва и във Фонд по професионални пенсионни схеми.

През периода 2003 – 2008 г. влизат в сила няколко промени в режима на данъчно облагане на доброволното пенсионно осигуряване. През 2003 г. се въвежда данък при прехвърляне на средства на роднини. През 2007 г. се освобождават от облагане с данък сумите, получени след навършване на възрастта за придобиване право на пенсия за осигурителен стаж и възраст от ДОО. Данъчното облекчение за вноски вече се изчислява от данъчната основа, а не както дотогава от облагаемия доход. Доходите от наем, доходите от продажба на движимо и недвижимо имущество се включват сред доходите, за които би могло да се ползва данъчно облекчение за вноски.

Година по-късно, от началото на 2008 г., се въвежда плосък данък от 10% за облагане доходите на физическите лица. Корпоративният подоходен данък се намалява на 10%. От 15% на 10% се намалява еднократният данък за предсрочно изтегляне на средства с източник вноски ползвали данъчно облекчение в Доброволни пенсионни фондове.

През 2008 г. се отчита един от най-големите спадове на индексите на фондовите борси от десетки години. Глобалната финансова криза повлия негативно на инвестиционните резултати от управление средствата на допълнителните пенсионни фондове. ДПФ са реализирали минус 28.01% средноаритметична доходност за 2008 г., която е най-лошата година от периода на глобалната финансова криза. При анализа

трябва да се има предвид и доходността през предходните на 2008 г. три години, през които ДПФ реализират висока средноаритметична доходност съответно 8.60%, 9.58% и 20.27%. Съпоставка с пенсионни фондове от други страни показва, че доходността за 2008 г. и 2009 г. на българските ДПФ не прави изключение от общата картина. За 2008 г. фондовете в 34 страни-членки на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие /ОИСР/ реализират 23% отрицателна доходност, а за 2009 г. средната реална възвръщаемост е 6.5%. За периода 2012 - 2017 г. допълнителните пенсионните фондове отчитат сравнително висока доходност, през някои години тя достига повече от 7% средноаритметична доходност. Положителната тенденция продължава до 2018 г., когато ДПФ отчитат минус 3.19% доходност.

През периода 2011 – 2020 г. настъпват събития, които влияят разнопосочно на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и оттам върху пенсионноосигурителните дружества. От една страна, осигуряването за допълнителна пенсия придобива по-добра привлекателност за потенциалните спестители в следствие на промени в ДОО, насочени към повишаване изискванията за придобиване право на пенсия за осигурителен стаж и възраст от първия стълб на системата. От началото на 2011 г. влизат в сила промени⁶ в условията за придобиване право на пенсия за осигурителен стаж и възраст, според които се изисква едновременно изпълнение на два отделни критерия за минимална възраст и минимален брой години осигурителен стаж. Предвидено е тези минимални критерии да се увеличават постепенно до достигане на 65 г. възраст /от 2029 г. и 2037 г., съответно за мъжете и жените/ и 40 г. и 37 г. осигурителен стаж, съответно за мъжете и жените от 2027 г. След изравняването на пенсионната възраст на 65 години за двата пола през 2037 г., в законодателството е предвидено⁷ възрастта да се обвърже с нарастването на средната продължителност на живота.

През 2018 г. бе премахнато заложеното в КСО нарастване до 1.5% на тежестта на всяка година осигурителен стаж в пенсионната формула. За периода 2018 г. – 2021 г. се прилага коефициент от 1.2%. По този начин бе ограничено с 25% нарастването на новоотпускните пенсии от публичната система. В края на 2021 г. този коефициент нараства от 1.2% на 1.35%. През периода 2008 – 2019 г. бяха извършени значителни подобрения в посока по-добрата информираност на осигурените лица, повишена

⁶ След 2011 г. бяха извършени няколко промени в КСО относно изискванията за придобиване право на пенсия за осигурителен стаж и възраст

⁷ НОИ (2019), Годишен актюерски доклад, с. 15

прозрачност на дейността на доброволните пенсионни фондове, достъпа до информация от индивидуалната партида и др. При сключване на договор на лицата се предоставя информация за Доброволния пенсионен фонд и за осигуряването със съответния вид вноски. Тези документи са достъпни и на страниците в Интернет на пенсионните дружества. Дружествата поддържат калкулатори за изчисляване на натрупани суми и бъдещи пенсии при задавани от спестителите стойности. На лицата е осигурен електронен достъп до информацията в индивидуалната им партида. На страниците в Интернет пенсионните компании публикуват инструментите и емитентите, в които са инвестирали активите на пенсионните фондове. Публична е информацията за постигнатата доходност, стойностите на коефициентите, които измерват поетия риск при инвестиране, както и финансовите отчети на пенсионните дружества и фондове.

От друга страна, доверието в капиталовите схеми /в частност персоналното пенсионно осигуряване/ бе поставено на изпитание чрез няколко промени в законодателството. На първо място, през 2015 г. влизат в сила промени в КСО, с които осигуряването в УПФ вече не е задължително, а осигуреното лице има право да избере вместо в УПФ да се осигурява с пълната вноска за пенсия във Фонд Пенсии на ДОО.

На второ място, премахване заложеното в КСО нарастване на вноската в УПФ от 5% на 7% от 01.01.2017 г. От началото на 2018 г., КФН въведе драстично увеличение на годишните такси, заплащани от поднадзорни лица /пенсионни компании, застрахователи, застрахователни посредници, инвестиционни посредници, управляващи дружества, емитенти и др./. Приема, се че тази мярка води до увеличаване концентрацията на съответните сектори на небанковия финансов пазар, поради това, че затруднява навлизането на нови играчи и е пречка за развитие на по-малките дружества. Ограничената конкуренция е пречка за намаляване цената на услугата по допълнително пенсионно осигуряване.

Както споменахме по-горе, през първата половина на 2021 г.⁸, чрез промени в нормативната уредба /в КСО и наредби/ се доразви регламентацията на фазата на изплащане от допълнителните задължителни пенсионни фондове. Като положителни за дейността на ПОД оценяваме ефектите от тази допълнителна регламентация. На първо място, бяха изяснени правата и задълженията на участниците във фазата на изплащане. На второ място, промените създават ясна представа за паричните отношения в ПОД за

⁸ Промени в КСО от 05.03.2021 г.

този период на осигуряване. В тази връзка, ПОД имат по-голяма степен на сигурност в прогнозирането на приходите и разходите си във фазата на изплащане. На трето място, не се допуснаха нови участници на този пазар /застрахователни дружества, инвестиционни дружества и банки/.

В следствие на тези промени, пожизнената пенсия от УПФ остава като основен, целеви продукт на осигуряването в УПФ. Към него е добавено разсроченото плащане като пенсионен продукт, допустим във фазата на изплащане. Допълнителната пожизнена пенсия за старост може да бъде с гарантиран период на изплащане, може да включва и разсрочено изплащане на част от средствата до навършване на избрана от пенсионера възраст, като срокът и размерът на разсроченото плащане, както и размерът на пожизнената пенсия, се избират от осигуреното лице. Много важно обстоятелство за анализа на паричните потоци на пенсионното дружество е обстоятелството, че с промените от 2021 г. се въведе гаранция върху brutния размер на осигурителните вноски – тази гаранция е при определянето размера на допълнителната пожизнена пенсия за старост. Гарантираният размер на допълнителната пожизнена пенсия за старост не може да бъде по-малък от този, изчислен на база сумата от brutния размер на преведените от Националната агенция за приходите и от Националния осигурителен институт осигурителни вноски за съответното осигурено лице. Пенсионноосигурителните дружества могат да предлагат и по-сложни форми на пожизнена пенсия /при определени условия/, като: пожизнена пенсия с гаранции за наследниците на пенсионера (с гарантиран срок на изплащане); пожизнена пенсия с разсрочено изплащане за определен срок, след което оставащият пенсионен капитал се използва за изплащане на пожизнена пенсия до края на живота на пенсионера.

Всички тези промени в регулациите от 2021 г. са предпоставка ПОД да имат допълнителна стабилност и предвидимост в паричните си потоци, в следствие на намалената конкуренция спрямо други финансови институции.

Пандемията от КОВИД–19, от месец февруари 2020 г. и продължаваща към момента на завършване на настоящото изследване, се отрази първоначално негативно върху дейността на допълнителните пенсионни фондове. Намаление се отчете в приходите от осигурителни вноски в трите основни вида допълнителни пенсионни фондове – УПФ, ППФ и ДПФ. Фондовете отчетоха негативни инвестиционни резултати в следствие на процесите на финансовите пазари. В първите месеци на пандемията бе отчетено засилено изтегляне на средства от доброволните пенсионни фондове. След

второто шестмесечие на 2020 г. пазарът на допълнително пенсионно осигуряване започна възстановяване на негативните явления от КОВИД-19. В края на 2020 г. и през 2021 г. се възстановиха постъпленията от осигурителни вноски. Изтегляните средства от ДПФ се върнаха на нивата си от преди пандемията. Фондовете регистрираха положителна доходност през 2021 г.

Изследването е завършено в края на месец януари 2022 г. Към момента на завършване на изследването не са публикувани официални данни за пазара към 31.12.2021 г. Ето защо, последните актуални данни, които са анализирани са към 30.09.2021 г. Също така, не са публикувани одитирани финансови отчети на ПОД към края на 2021 г. В изследването са анализирани данни към 30.09.2021 г.

Една от най-съществените общи стъпки на Европейската комисия /ЕК/ в областта на пенсионното осигуряване е приемането на Регламент относно общоевропейски продукт за лично пенсионно осигуряване. Съгласно Регламента на ЕС⁹, паневропейският персонален пенсионен продукт или „ПЕПП“ означава дългосрочен спестовен продукт за лично пенсионно осигуряване, който се предоставя от финансово предприятие, допустимо съгласно чл. 6, пар. 1 от Регламента, по договор за ПЕПП, сключен с осигурено по ПЕПП лице или с независима асоциация на осигурени по ПЕПП лица от името на своите членове, който е без, или с изключително ограничена, възможност за предсрочно изплащане, и е регистриран в съответствие с Регламента. Първите продукти ПЕПП се очаква да бъдат предложени на пазара през 2022 г. Прогнозите са, че ПЕПП ще промени пазарите на дългосрочно спестяване, особено в страните от ЕС със сравнително слабо развити капиталови пенсионни системи. Относно България, трудно е да се прецени в каква степен ще се развие пазар на ПЕПП продукти предвид множество фактори. Много близък по характеристики до ПЕПП е осигуряването с лични вноски в ДПФ. То съществува повече от 28 години – от 1994 г. Предвид характеристиките на ПЕПП /ограничение на разходите, изискванията за детайлна отчетност и др./ останалите възможни доставчици /животозастрахователи, инвестиционни дружества и банки/ нямат особено голям интерес да предлагат продукта на българския пазар. Положително за пазарите на дългосрочни спестовни продукти може да се оцени рамката за ПЕПП. Причината е, че тази рамка задава насоки и за регламентиране в някои области на допълнителното пенсионно осигуряване /цена на продукта, инвестиционни опции/ и

⁹ Регламент (ЕС) 2019/1238 на ЕП и на Съвета от 20 юни 2019 г. относно паневропейски персонален пенсионен продукт (ПЕПП), чл. 2, пар. 2

разпростиране на добри практики /предоставяне на информация на спестителите, дигитално предлагане на продукта, смяна на доставчика,, смяна на продукта, преносимост на правата и др./.

Друга тенденция в ЕС се очаква да има все по-голямо влияние върху дейността по допълнително пенсионно осигуряване, а като следствие и върху пенсионноосигурителните дружества. Това е разпространението на концепцията за устойчиви финанси и възприемане на ESG¹⁰ рисковете в дейността на пенсионните администратори¹¹.

На таблицата по-долу извеждаме основните специфики в дейността на ПОД в резултат на извършването на дейност по допълнително пенсионно осигуряване.

Таблица № 2

Основни специфики в дейността на пенсионноосигурителните дружества

Насока/аспект	Същност на спецификата
I. Правно-организационен аспект	1. Единствен предмет на дейност на ПОД
	2. Юридически, счетоводно и финансово отделяне на ПОД и ФДПО
	3. ФДПО са пасивни юридически лица, представлявани от ПОД
	4. Високи изисквания за лицензиране на ново ПОД
	5. Правилник за организацията и дейността за всеки ФДПО
	6. Неограничено дълъг хоризонт на съществуване на ФДПО
II. Финансово-счетоводен аспект	1. Изчерпателно изброяване на източниците на приходи на ПОД
	2. Изискване за минимален размер на капитала на ПОД
	3. Изискване на определено ниво на капиталова адекватност
	4. Изискване за минимален размер на ликвидните средства
	5. Заделяне на специализирани резерви с източник собствения капитал
	6. Максимален размер на удържките в полза на ПОД
	7. Задължение за ежедневна и за периодична отчетност към КФН
III. Маркетингова дейност	1. Ограничени възможности за предлагане на различни продукти
	2. Изисквания за съдържание на информационни и рекламни материали
	3. Наличие на процедура на смяна на членство на фонд
	4. Наличие на процедура за служебно разпределение на лица
IV. Инвестиране активите на ФДПО и на ПОД	1. Задължение за ежедневно разпределяне на доходност
	2. Задължителни ограничения при инвестиране активите на ФДПО
	3. Задължителни ограничения при инвестиране активите на ПОД
	4. Банка-попечител в процеса на инвестиране активите на ФДПО
	1. Софтуерни и хардуерни изисквания за информационната система

¹⁰ ESG принципи, рискове или фактори съответстват Environmental, Social and Governance или ЕСУ /Екологични, Социални и Управленски/ рискове

¹¹ Dimitrov, St. (2020). "Integration of Environmental, Social and Governance Principles in Pension Funds and Insurance Companies Activities", сп. Пари и култура, бр. 1, 2020 г., стр. 13-25

V. Информационно обслужване	2. Задължение за периодична отчетност към осигурените лица
-----------------------------	--

Източник: Авторът

Деятелността на ПОД се характеризира с множество специфики. Ще се спрем на някои от тях, за да покажем как тези специфики влияят върху финансовите отношения в ПОД. На първо място, единственият предмет на дейност не позволява на ПОД да извършва друга дейност. Например, дружествата не могат да използват капацитета си за консултантска или рекламна дейност, т.е. да получават приходи от тези дейности. Смятам, че единственият предмет на дейност на ПОД влияе положително върху развитието на дружествата. От една страна, това е предпоставка, че на други компании няма да бъдат делегирани права да извършват част от дейностите по допълнително пенсионно осигуряване. От друга страна, единственият предмет на дейност може да се разглежда и като гаранция срещу прекомерен регулаторен натиск върху ПОД за намаляване размерите на таксите и удържките.

На второ място, ПОД имат изключително дълъг времеви хоризонт на съществуване. На практика тяхното съществуване е безкрайно. Тази тяхна характеристика е от важно значение при оценката на ПОД. Периодът на съществуване не произтича от формата на организиране на пенсионния администратор – акционерно дружество, а от сигурността на входящите парични потоци и от безкрайния хоризонт на съществуване на допълнителното пенсионно осигуряване.

Юридическото, финансово и счетоводно отделяне на ПОД от ФДПО позволява ясно да се разграничат приходите и разходите на ПОД. Това се постига и с въвеждането на банка-попечител, която контролира законосъобразността на действията на ПОД при инвестиране активите на ФДПО. Степента на дълбочина на тези изисквания са гаранция срещу злоупотреби при управление на ФДПО. Тази специфика разглеждаме като предпоставка за стабилността в развитието на отрасъла.

В някои страни институциите, които извършват подобна дейност, се доближават до ПОД в България (Полша, Чехия, Унгария, Чили, някои страни от Латинска Америка и Европа), но в една или друга степен се различават в следните области:

- ✓ Изисквания за извършване на дейност – минимален капитал; обособяване на резерви; единствен предмет на дейност; юридическо обособяване; изисквания към акционерите; роля на синдикалните и работодателските организации и др.;

- ✓ Видове вноски, които управляват – задължителни или доброволни; за сметка на работодател или лични;
- ✓ Обхват на осигуряването – кои лица са задължени или могат да се осигуряват в тези фондове и за какви осигурителни случаи;
- ✓ Размер на вноските, които управляват – какъв е размерът на вноските и времевия хоризонт на плащането им;
- ✓ Кой извършва маркетинговите разходи по събиране, управление и изплащане на осигурителните вноски и натрупаните средства? В каква степен държавата се ангажира със събиране на вноските, разясняване на реформата и дейността по допълнително пенсионно осигуряване?;
- ✓ Изисквания при инвестиране на активите на фондовете – отнасят се за инструментите, в които могат да бъдат вложени активите на фондовете; такива са също изискванията относно начина на инвестиране на активите – от управляващото дружество или от други финансови компании;
- ✓ Размер на таксите и удържките в полза на управляващото дружество;
- ✓ Роля на задължителното държавно осигуряване за пенсия – в каква степен е запазено задължителното държавно осигуряване за пенсия; доколко осигурените лица са мотивирани да правят вноски във фондове, управлявани от частни дружества, от гледна точка на останалите възможности за осигуряване за пенсия;
- ✓ Данъчни и други стимули за потенциалните осигурени лица – в началния етап от развитието на допълнителното пенсионно осигуряване най-важният стимул за участие в допълнителни пенсионни схеми са данъчните облекчения за вноските, доходността и получаваните плащания в полза на осигурените лица, както и неданъчните стимули – намаляване на дължимите вноски в задължителното държавно пенсионно осигуряване;
- ✓ Развитие на финансовите пазари – степен на развитие в съответната страна; какви са възможностите за инвестиране и диверсификация на активите на допълнителните пенсионни фондове;
- ✓ Роля на алтернативните форми на спестяване – брой и качество на алтернативните форми на спестяване. В думата “качество” вложиме смисъл на конкурентна позиция спрямо спестяването за допълнителна пенсия. Примери

за алтернативни форми на спестяване са: банкови депозити, застраховки “Живот”, доброволно здравно осигуряване, инвестиране в недвижими имоти, колективни инвестиционни схеми и други форми на инвестиране в ценни книжа;

- ✓ Институции, които поемат изплащането на пенсионните плащания – какви функции изпълняват пенсионноосигурителните дружества, други организации и посредници по: събиране на вноските, управление на вноските, определяне на различни пенсионни схеми, изплащане на осигурителните плащания.

На ПОД може да се гледа като на управляващи дружества. Нашето мнение е, че българските ПОД не са единствено мениджъри на фондове. Според нас пенсионните дружества не са единствено фондови мениджъри, защото:

- ✓ На пазара не се предлага една-единствена унифицирана пенсионна схема, еднаква за всички дружества, която да се продава на потенциалните осигурени лица и те само да избират дружеството, което да ги управлява;
- ✓ ПОД се възприема от потенциалните клиенти като част от услугата по допълнително пенсионно осигуряване;
- ✓ ПОД не се конкурират само относно постигнатата доходност от управление на активите на допълнителните пенсионни фондове;
- ✓ Дружествата не само събират вноските за доброволно пенсионно осигуряване, но и изплащат пенсионни суми;
- ✓ Дружествата се различават поне по десет показателя: размер на таксите от осигурителните вноски; размер и наличие на такси при изтегляне на средствата преди осигурителен случай; видове предлагани пенсии; структура на инвестиционните портфейли; цели на инвестиционната политика; инвестиционни резултати; процент на загубена работоспособност за получаване на инвалидна пенсия; обхват на причините, породили неработоспособността, поради която лицето има право на инвалидна пенсия; възможност за смяна на вече избран начин на пенсионно плащане на натрупаната сума; възможност за получаване на средства пет години преди навършване на пенсионна възраст за средства от вноски на работодател и/или друг осигурител; покритие на цялата страна от представителства на

пенсионноосигурителното дружество; допълнителни програми за осигурените лица като преференции, отстъпки, облекчения, бонус и др.; предлагани възможности за получаване на информация за състоянието на индивидуалната партида; основни канали за привличане на осигурени лица; размери на комисионните възнаграждения към осигурителните посредници и др.

Тези различия влияят върху конкурентните позиции на ПОД и намират отражение в пазарните дялове по фондове и продукти. При оценката на ПОД взимаме под внимание пазарните дялове по осигурени лица и по активи, за да прогнозираме развитието на анализираното ПОД.

За оценка на пенсионноосигурително дружество се прилагат познатите в теорията и практиката подходи и методи. Специфичната дейност на ПОД налага да се анализират характеристиките на осигуряването за допълнителна пенсия, които влияят върху избора на подходи и методи за оценка. Спецификите в дейността на ПОД влияят върху паричните отношения на дружествата и техните финансови резултати. Анализирането на факторите за дейността по допълнително пенсионно осигуряване, за дейността на пенсионноосигурителното дружество и за паричните потоци на компаниите е определящо за формулирането на модел за оценка на ПОД и за определянето на справедливата цена на ПОД.

2. Пазар на допълнително пенсионно осигуряване

Пазарът на допълнително пенсионно осигуряване като съвкупност от търсене и предлагане на услугата по това осигуряване влияе върху настоящата и бъдеща дейност на ПОД. Въз основа на анализ на спецификите в дейността и на анализ на финансово-икономическото състояние на ПОД можем да прогнозираме пазарното развитие на дружеството. Паричните потоци в следствие на дейността на дружеството, настояща и бъдеща дейност, са определящи за цената на ПОД. Ето защо подлагаме на анализ пазара на допълнително пенсионно осигуряване.

Подкрепяме мнението на проф. д.ик.н. Н. Павлов¹², че „многообразието от форми, схеми и продукти за социална защита, предлагани от институционални посредници

¹² Павлов Н., "Социално осигуряване", АИ „Ценов“, Свищов, 1998 г., с. 11

формира нова ниша в пазарната инфраструктура – осигурителния пазар”. В частност, ние разглеждаме пенсионноосигурителния пазар – пазарът на допълнително пенсионно осигуряване. Търсенето и предлагането при допълнителното пенсионно осигуряване зависи от фактори, които в известна степен се различават от тези при един напълно свободен пазар. Търсенето се изразява в избор на допълнителен пенсионен фонд при допълнителното задължително пенсионно осигуряване. Членството в УПФ е квази-задължително. Осигуреното лице има право на избор дали да се осигурява в УПФ или с пълната пенсионна вноска да получава единствено пенсия за осигурителен стаж и възраст от ДОО. По същество, продуктите в УПФ и ППФ са в голяма степен унифицирани. Съществуват много малки разлики в продуктите на УПФ и ППФ, управлявани от различни ПОД. Най-съществените разлики са две: цената на продукта и инвестиционните резултати на отделните УПФ и ППФ. Цената на продукта се изразява в размерите на таксите и удържките в полза на ПОД. Инвестиционните резултати намират изражение в постиганата доходност от управление активите на УПФ и ППФ. За разлика от осигуряването в УПФ и ППФ, при доброволното пенсионно осигуряване имаме по-голямо доближаване на търсенето до това на свободен пазар. Предлагането се обуславя от интензивността на дейността на ПОД. Въпреки спецификите на дейността, на пазара на допълнително пенсионно осигуряване също има конкуренция. Конкуренцията се изразява не толкова в характеристиките на предлаганите продукти, колкото във влиянието върху лицата, които вземат решение или определят решението на потенциалните членове във фондове за допълнително пенсионно осигуряване. В чисто пазарен смисъл, конкуренция има и при условията на осигуряване – цена, обслужване, допълнителни ползи, права, доходност, очаквания за развитие, възможности за информация, срок на плащане, видове пенсионни плащания и др. При допълнителното пенсионно осигуряване спецификата относно привличането на клиенти се изразява в същността на услугата – вноски срещу очаквания за бъдещи доходи.

Кои лица са потенциалните клиенти на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, съответно на ПОД? Осигуряването във Фондове за доброволно пенсионно осигуряване се извършва за допълнителна доброволна пенсия. Всяко физическо лице, навършило 16 години, може доброволно да се осигурява или да бъде осигурявано във фондове за допълнително доброволно пенсионно осигуряване. Осигуряването в Универсални и Професионални пенсионни фондове има различно предназначение. Осигуряването в Универсалните пенсионни фондове се извършва за допълнителна лична

пожизнена пенсия. Задължително се осигуряват в Универсален пенсионен фонд лицата, родени след 31 декември 1959 г., ако са осигурени при условията и по реда на част първа на КСО. Осигуряването в Професионалните пенсионни фондове се извършва за срочна професионална пенсия за ранно пенсиониране. Задължително се осигуряват в Професионален пенсионен фонд лицата, работещи при условията на първа и втора категория труд, независимо от възрастта.

Капиталовото пенсионно осигуряване в България се осъществява в четири типа пенсионни фондове: два със задължително участие (Универсален пенсионен фонд и Професионален пенсионен фонд) и два доброволни фонда (Доброволен пенсионен фонд, ДПФ и Доброволен пенсионен фонд по професионални схеми, ДПФПС). Фондовете се учредяват и управляват от пенсионноосигурителни дружества /ПОД/. ПОД са специализирани финансови институции. Всички ПОД в България управляват три от фондовете – Професионален, Универсален и Доброволен пенсионен фонд, като две от ПОД имат разрешение за управление на четвъртия фонд – Доброволен пенсионен фонд по професионални схеми (ПОК „ДСК-Родина” АД и ПОД „Алианц-България” АД). На практика само ПОК „ДСК-Родина” АД има регистрирани професионални пенсионни схеми. Разликата между осигуряването в ДПФ и в ДПФПС най-вече е в основанието за възникване на осигуряването и предварителното определяне на параметри на професионална пенсионна схема.

Броят фондове и пенсионноосигурителни дружества са показани в следващата таблица.

Таблица № 3.

Брой регистрирани пенсионноосигурителни дружества и фондове за допълнително пенсионно осигуряване в България към 31.01.2022 г.

вид фонд / дружество	брой
Пенсионноосигурителни дружества	10
Доброволни пенсионни фондове	10
Доброволни пенсионни фондове по професионални пенсионни схеми	1
Професионални пенсионни фондове	10
Универсални пенсионни фондове	10

Източник: КФН

Тридесет и един са капиталовите пенсионни фондове, които се управляват от десет ПОД. По десет са фондовете към всяка от трите основни дейности – осигуряване в Универсален пенсионен фонд, Професионален пенсионен фонд и Доброволен пенсионен фонд. Осигуряване по професионални пенсионни схеми се извършва в един фонд. Втори фонд от този тип получи разрешение през 2008 г. от КФН да извършва дейност. До момента в този фонд не се извършва осигуряване. Десето дружество получи лиценз през месец май 2021 г. - "Пенсионноосигурително дружество ДаллБогг: Живот и Здраве" ЕАД. В края на 2021 г. и в началото на 2022 г. започна осигуряване в трите основни вида фондове към десетото ПОД. Навлизането на пазара на допълнително пенсионно осигуряване на десето ПОД е факт, който заслужава внимание, тъй като за много дълъг период от време /от 2010 г. до 2021 г./ девет бе броят на функциониращите ПОД. Броят на пенсионните компании, които оперират на пазара на допълнително пенсионно осигуряване, е от значение за цената на ПОД, тъй като степента на конкуренция на пазара влияе върху пазарните дялове, приходите и разходите, паричните потоци, финансовите резултати и доходността на ПОД.

Интерес за целите на оценката на ПОД представлява краткият исторически преглед на развитието на пенсионните компании. Държавната агенция за осигурителен надзор /ДАОН/ издава първите лицензи на ПОД през месец септември 2000 г. Осем пенсионни компании получават лицензи в рамките на три месеца – ПОК Доверие, ПОК Съгласие, СКПОК Родина, ПОД Алианс България, ПОД Ай Ен Джи /впоследствие Ен Ен ПОД/, Българско пенсионно осигурително дружество, ПОАД Нютон-Сила и ПОД Лукойл-Гарант България.

Пазарните дялове на пенсионните компании, съгласно първата официална статистика на ДАОН, са показани в следващите две таблици.

Таблица № 4.

Осигурени лица и управлявани активи на Доброволните пенсионни фондове в България към 31.12.2001 г.

показател	осигурени лица		активи	
	брой	пазарен дял	в хил. лв.	пазарен дял
ДПФ Доверие	83 010	18,37%	23 440	17,32%
ДПФ Съгласие	26 532	5,87%	5 900	4,36%

ДПФ БПОД	31 289	6,92%	8 874	6,56%
ДСКПОФ Родина	18 270	4,04%	7 232	5,34%
ДПФ Алианц България	239 471	53,00%	74 559	55,08%
Ай Ен Джи ДПФ	10 961	2,43%	5 225	3,86%
ДПФ Нютон-Сила	16 672	3,69%	2 116	1,56%
ДДПФ Лукойл Гарант- България	25 641	5,67%	8 017	5,92%
Общо за ДПФ	451 846	100,00%	135 363	100,00%

Източник: ДАОН

От данните в таблицата прави впечатление значителната концентрация на пазара на осигуряване за доброволна пенсия – над 72% в две дружества. Основните причини за значителната концентрация са в: предварителната подготвителна дейност за привличане на членове месеци преди началото на първоначалното разпределение на пазара; обединението на пет фонда в един преди лицензиране на дружествата /ДПФ Алианц България/; осигуряване предимно по работодателски договори; агресивната политика при привличане на членове и съвместната работа на едно от дружествата /ПОК Доверие/ с най-големия синдикат в страната.

На следващата таблица са показани данните за пазарните дялове на пенсионните компании в Професионалните пенсионни фондове.

Таблица № 5.

Осигурени лица и управлявани активи на Професионалните пенсионни фондове в България към 31.12.2001 г.

фонд / показател	осигурени лица	относителен дял лица	нетни активи в хил. лв.	относителен дял активи
ППФ Доверие	52,381	36.13%	19,343	37.53%
ППФ Съгласие	28,873	19.91%	8,636	16.76%
БППФ	9,974	6.88%	3,005	5.83%
ПСКОФ Родина	5,553	3.83%	1,597	3.10%
ЗППФ Алианц България	31,218	21.53%	13,350	25.90%
Ай Ен Джи ППФ	4,780	3.30%	1,245	2.42%
ППФ Нютон-Сила	5,203	3.59%	1,231	2.39%
Лукойл-Гарант България ППФ	7,013	4.84%	3,129	6.07%

Общо за ППФ	144,995	100.00%	51,536	100.00%
-------------	---------	---------	--------	---------

Източник: ДАОН

Отново се наблюдава значителна концентрация на пазара на осигуряване в Професионални пенсионни фондове – над 77% в три дружества. Причините за тази концентрация са споменатите по-горе. Както можеше да се очаква, концентрацията на пазара, намалява през следващите години – периодът 2002 – 2020 г. Това се дължи най-вече на навлизането на нови участници на пазара, началото на осигуряването в Универсален пенсионен фонд /през 2002 г. - първите осигурителни вноски в универсалните пенсионни фондове постъпват на 29.3.2002 г./, смяната на основни акционери в някои дружества и увеличената активност на някои от пенсионните компании.

През периода 2000 – 2002 г. дейността на пенсионните компании се фокусира върху първоначалното привличане на осигурени лица в допълнителните задължителни пенсионни фондове. Началото на осигуряването за срочна ранна пенсия от Професионален пенсионен фонд започва през 2000 г. От 01.01.2002 г. започва осигуряването за допълнителна задължителна пенсия от Универсален пенсионен фонд.

Първоначалното разпределение на пазара на допълнително задължително пенсионно осигуряване е особено важно за бъдещото развитие на пенсионноосигурителните дружества. Резултатите от това разпределение са основният фактор за бъдещите парични потоци в пенсионноосигурителните дружества. Както изяснихме по-горе в изследването основните парични потоци в ПОД са в зависимост от постъпленията от осигурителни вноски в допълнителните задължителни пенсионни фондове. В допълнение, първоначалното разпределение на пазара на допълнително задължително пенсионно осигуряване е предпоставка за привличане на клиенти от съответното ПОД и в доброволните пенсионни фондове.

Развитието на двата типа осигуряване, допълнителното задължително и допълнителното доброволно пенсионно осигуряване, е предпоставка за по-ефективно финансово управление на пенсионноосигурителното дружество. По този начин, разходите на пенсионния администратор се разпределят върху три продукта –спестяване за доброволна пенсия, осигуряване за пенсия от УПФ и осигуряване за пенсия от ППФ. Също така, обединяване управлението на трите типа допълнително пенсионно осигуряване в един администратор, е предпоставка за постигане на по-добри резултати

от инвестиране активите на фондовете. Друго следствие може да се търси в посока подобряване на административния и организационния капацитет на пенсионните дружества.

Периодът между 2000 г. и 2002 г. е етапът, в който в най-голяма степен се разпределя пазарът на допълнително пенсионно осигуряване измежду пазарните участници. Основателно е да се приеме, че сегашният вид на пазара в най-голяма степен се оформи през тези три години – 2000 г., 2001 г. и 2002 г.

През този период по-ясно навлизат чуждестранни акционери в пенсионните компании. Нидерландската банкова-застрахователна-осигурителна група ING (впоследствие застраховането и пенсионното осигуряване е под бранда NN) навлиза през 2001 г. чрез придобиване на мажоритарен дял в ПОК Солидарност. Бизнесът на NN в България бе придобит през 2021 г. от белгийската група KBC Груп. В следствие на сделката „Ен Ен Пенсионноосигурително дружество“ ЕАД става 100% собственост на „ДЗИ – Животозастраховане“ ЕАД, чийто едноличен собственик на капитала е КБС ИНШУРЪНС НВ, Белгия. Наименованието на дружеството е променено на "Пенсионноосигурителна компания ОББ" ЕАД /ПОК ОББ/. През 2000 г. руската компания Лукойл създава пенсионна компания Лукойл Гарант - България. Чешката компания Нютон файненшъл мениджмънт БГ придобива 98.75% от Сила АД. През 2003 г. чешката компания продава дела си на български инвеститори. Allianz има 65% участие в пенсионно дружество, в което се вливат няколко съществували преди това компании. Немската финансова-застрахователна група Берлинеше лебен също създава дружество, но през 2001 г. е взето решение за доброволна ликвидация поради неуспех в привличането на достатъчен брой осигурени лица.

Прави впечатление, че чуждестранното присъствие на пенсионния пазар в България е значително по-ограничено спрямо други страни от Централна и Източна Европа /ЦИЕ/. В Румъния присъстват чуждестранни компании като AEGON, Generali, Raiffeisen asset management, UniCredit Bank, NN, Societe Generale, Metropolitan Life, Allianz, Erste Group и Aviva. В Хърватия капиталово пенсионно осигуряване предлагат компании като Erste Group, Raiffeisen asset management и Allianz. В Чехия чуждестранните инвестиции в този сектор са от Allianz, AXA, NN, Erste Group и KBC. Освен Allianz, Нютон финанс, Лукойл и NN в България на по-късен етап участие имат Vienna Insurance Group и ОТП. През годините най-осезаемо присъствие на пазарите на

капиталово пенсионно осигуряване в ЦИЕ имат финансови групи като Generali, Uniq, Societe Generale, KBC, UniCredit Bank, Metropolitan life и Raiffeisen asset management.

За един от най-важните етапи за развитието на пазара по допълнително пенсионно осигуряване могат да се направят няколко извода. Сравнително малко на брой пенсионни компании се лицензират - едва 8 от над 70 съществували преди това. Отчита се липса на изявен интерес от чуждестранни компании. При първоначалното разпределение на пазара се достига до значима концентрация на пазара – над 75% в три пенсионни компании.

През периода 2003 – 2015 г. настъпват промени в пазара на допълнително пенсионно осигуряване вследствие на придобивания и появата на нови дружества. През 2003 г. фондовете, управлявани от Българско пенсионно осигурително дружество АД се вливат във фондовете, управлявани от ПОК Доверие АД. Същата година започва да функционира ново дружество – ДЗИ – Пенсионно осигуряване АД (понастоящем е с наименованието ПОД-Бъдеще АД). През 2006 г. се регистрира ново дружество – ПОД Топлина АД. През 2008 г. дейност стартира ново дружество - Пенсионноосигурителен институт АД.

Нова сделка по придобиване на пенсионните фондове се осъществи през 2010 г.: фондовете, управлявани от ПОД Лукойл Гарант – България АД се вливат във фондовете, управлявани от ПОАД ЦКБ - Сила АД. Пазарният дял по нетни активи на приемащото дружество се увеличава от 3.83% преди сделката на 8.87%, а по осигурени лица от 5.08% на 9.33%.

За отбелязване е, че през този период бе създадена нова пенсионна компания, която не започна реална дейност. През месец юли 2014 г. се лицензира ново пенсионно дружество – ПОД Утре. Основен акционер с 99.99% е Изи Асет Мениджмънт. Дружеството се отказва от дейност след една година и през август 2015 г. му е отнет лиценз.

Като събитие за сектора на допълнителното пенсионно осигуряване може да бъде определено лицензирането на ново дружество в средата на 2021 г. – Пенсионноосигурително дружество ДаллБогг: Живот и Здраве ЕАД. Това е на практика единственото ново дружество за последните 14 години. Фондовете на компанията започнаха да привличат осигурени лица в края на 2021 г. и началото на 2022 г.

Данните за осигурените лица и управляваните активи от пенсионни фондове в България са обобщени в следващата таблица.

Таблица № 6.

Балансови активи в хил. лв. и осигурени лица на пенсионноосигурителните дружества и фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България към 30.09.2021 г.

ПОД / ФОНД	ПОД	УПФ	УПФ	ППФ	ППФ	ДПФ	ДПФ	ДПФПС	ДПФПС	активи - общо за ФДПО	общо осигурени лица
активи / осигурени лица	активи	активи	осигурени лица	активи	осигурени лица	активи	осигурени лица	активи	осигурени лица		
ПОК "ДОВЕРИЕ" АД	113 608	4 187 116	984 924	320 329	70 788	175 720	143 781	–	–	4 683 165	1 199 493
ПОК "СЪГЛАСИЕ" АД	96 492	1 670 744	394 875	217 163	44 742	96 889	50 446	–	–	1 984 796	490 063
ПОК "ДСК-РОДИНА" АД	77 995	3 104 450	675 070	252 379	51 085	143 881	123 227	18 422	10 034	3 519 132	859 416
ПОД "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ" АД	76 213	3 393 494	773 573	244 676	48 537	605 144	213 576	–	–	4 243 314	1 035 686
"ЕН ЕН ПОД" ЕАД	42 141	1 732 882	339 761	96 826	23 060	185 754	41 931	–	–	2 015 462	404 752
ПОАД "ЦКБ-СИЛА"	75 264	1 434 995	317 142	138 461	32 840	101 981	56 151	–	–	1 675 437	406 133
ПОД "БЪДЕЩЕ" АД	15 103	429 209	204 050	36 665	15 822	2 567	3 815	–	–	468 441	223 687
ПОД "ТОПЛИНА" АД	14 707	212 557	95 032	59 612	19 859	12 707	10 839	–	–	284 876	125 730
"ПЕНСИОННООСИГУРИТЕ ЛЕН ИНСТИТУТ" АД	10 140	170 775	72 871	22 402	9 150	952	431	–	–	194 129	82 452
"ПОД ДАЛЪБОГГ: ЖИВОТ И ЗДРАВЕ" ЕАД	15 026	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
ОБЩО	536 689	16 336 222	3 857 298	1 388 513	315 883	1 325 595	644 197	18 422	10 034	19 068 752	4 827 412

Източник: КФН

От таблицата се вижда, че ПОД управляват собствени активи за 537 млн. лв. и 19 млрд. лв. активи на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване. От четирите вида фонда, в относителните дялове по активи УПФ заемат най-голям дял от над 85% или 16.3 млрд. лв., следвани от ППФ и ДПФ, съответно с 1 388 млн. активи и 1 325 млн. лв. активи.

Малко по-различна е структурата на броят осигурени лица по видове фондове. Общият брой осигурени лица във ФДПО е 4 827 412 души. Отново УПФ са с най-голям брой осигурени лица от 3.857 млн. души или приблизително 80% от всичко осигурени. Лицата с индивидуални партии в ДПФ са 644 197 души. Във втория вид доброволен фонд, ДПФПС, осигурените са 10 034 души. В ППФ са осигурени 315 883 души. Трябва да се има предвид, че едно лице може да има само един УПФ и / или ППФ. При ДПФ едно лице може да има индивидуална партия в повече от фонд. Данните за ДПФ и

ДФФС се отнасят за осигуряването с трите вида вноски – лични, за сметка на работодател и друг осигурител.

Данните показват, че за дейността на ПОД с най-голямо значение е осигуряването в УПФ. Приходите на ПОД са в зависимост от управляваните активи на допълнителните пенсионни фондове, постъпващите осигурителни вноски, реализираната доходност и собствените активи на дружеството. В следващата таблица показваме постъпленията от осигурителни вноски в четирите фонда за последните три години.

Таблица № 7.

Постъпления от осигурителни вноски по пенсионноосигурителни дружества и фондове за допълнително пенсионно осигуряване за периода 2018–2020 г.

фонд	УПФ			ППФ			ДФФ и ДПФС			общо за ФДПО		
година	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
ПОК "ДОВЕРИЕ" АД	324,879	360,991	375,855	23,441	25,064	25,793	10,835	10,793	11,013	359,155	396,848	412,661
ПОК "СЪГЛАСИЕ" АД	140,389	153,988	158,053	18,525	19,317	18,994	6,553	6,190	5,648	165,467	179,495	182,695
ПОК "ДСК-РОДИНА" АД	201,401	234,901	261,262	15,603	17,375	18,669	32,891	24,508	24,632	249,895	276,784	304,563
ПОД "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ" АД	274,094	308,760	320,050	16,468	18,359	18,721	72,428	69,015	51,175	362,990	396,134	389,946
"ЕНЕН ПОД" ЕАД	126,698	146,875	157,796	8,594	9,327	9,528	14,434	15,613	15,660	149,726	171,815	182,984
ПОАД "ЦКБ-СИЛА"	120,448	133,716	138,314	12,659	13,636	13,221	7,973	8,691	7,939	141,080	156,043	159,474
ПОД "БЪДЕЩЕ" АД	53,195	61,497	61,032	4,679	5,751	5,373	29	39	33	57,903	67,287	66,438
ПОД "ТОПЛИНА" АД	21,004	25,844	26,821	6,749	8,207	7,162	887	843	907	28,640	34,894	34,890
"ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД	22,863	24,954	24,609	3,452	3,506	3,359	275	102	88	26,590	28,562	28,056
ОБЩО	1,284,971	1,451,526	1,523,792	110,170	120,542	120,820	146,305	135,794	117,095	1,541,446	1,707,862	1,761,707

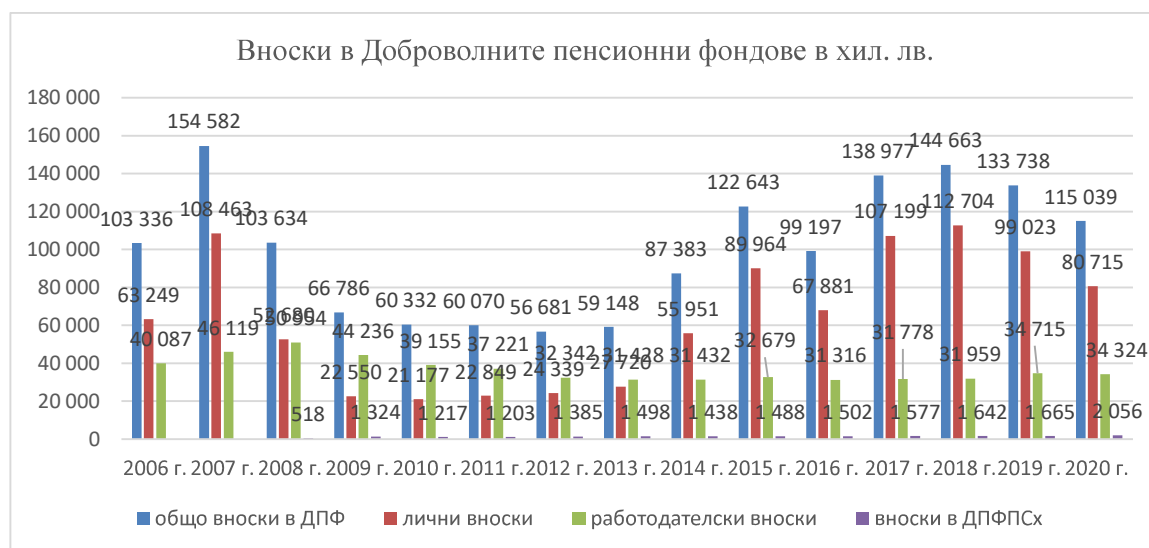
Източник: КФН

Данните от таблицата по-горе показват, че подобно на управляваните активи от ПОД, УПФ заемат най-голям дял в постъпленията от осигурителни вноски за пенсионните дружества – 86.5% от всички постъпления за 2020 г. Значителното намаление в ръста през 2020 г. спрямо 2019 г. /при ДПФ се отчита дори и номинално намаление в постъпленията от осигурителни вноски/ на постъпленията от осигурителни вноски се дължи и на пандемията от Ковид – 19, която започна от месец февруари 2020 г. По-надолу в изследването представяме приходите от такси и удържки по фондове.

Интерес за анализа на паричните потоци и извеждането на цена на ПОД представлява анализа на постъпленията от осигурителни вноски. Общо за пазара на УПФ и ППФ, размерът на постъпленията от осигурителни вноски за съответната година зависи от фактори, предимно външни за ПОД. Такива фактори са: размерът на осигурителния доход на осигурените лица; заетостта през годината; минималните месечни и максималният месечен осигурителен доход; събираемостта от НАП на осигурителни вноски и др.

Постъпленията от осигурителни вноски при осигуряването за доброволна пенсия в по-голяма степен зависят от фактори, вътрешни за ПОД. Такива фактори са: активността на ПОД и осигурителните посредници при предлагането; реализираната доходност; размерите на комисионните възнаграждения за осигурителните посредници; размерите на таксите и удръжките в полза на ПОД и др. На следващата графика са показани постъпленията от осигурителни вноски в доброволните пенсионни фондове по години.

Графика № 1



Източник: КФН

Прави впечатление, че най-високи са постъпленията от вноски в ДПФ за 2007 г. – 154.6 млн. лв. Това е последната предкризисна година, както и годината преди въвеждането в България на нисък размер на плосък данък върху доходите на физическите лица /в размер на 10%/. През следващите пет години /2008 -2012 г./ се отчита спад в постъпленията, който достига до 56.7 млн. лв. за 2012 г. Следват години на ръст в

постъпленията от осигурителни вноски, като се достига до най-висока сума през 2018 г. – от 144.7 млн. лв. През следващите две години се отчита спад в размера на постъпилите осигурителни вноски. Конкретно, за 2020 г., спадът в постъпленията се дължи и на пандемията от Ковид – 19 и последствията от нея върху финансовите пазари, работните места, доходите и несигурността сред потенциалните спестители. За отбелязване е, че през последните девет години /2012 – 2021 г./ вноските по работодателски договори отбелязват относителна стабилност – в порядъка на 31-34 млн. лв. годишно. Също важно за пазара е постепенното увеличаване на вноските по индивидуални договори /лични вноски/ в годините 2010 – 2013 г. и достигането на значително по-високи равнища след 2014 г. – до и над 100 млн. лв. годишно. В графиката са включени вноските в Доброволните пенсионни фондове по професионални схеми. Първите постъпления от вноски в този вид фондове са от 2008 г. В общата сума на осигурителните вноски в Доброволните пенсионни фондове са включени и постъпления от т.н. „друг осигурител“. Тези вноски не са показани на графиката в отделна група поради незначителния им размер в общата сума от осигурителни вноски.

Представа за пазара на персонални пенсионни продукти в ЕС можем да придобием от следните данни. ЕИОПА¹³ изчислява на 578 млрд. евро спестяванията в персонални пенсионни планове в ЕС към 2014 г.¹⁴ Броят на спестителите е 67 млн. души, които се равняват на 27% от населението на възраст 25-59 г. Това е 4% от БВП на ЕС и 3% от общата стойност на финансовите активи на домакинствата (household financial assets). Държавите-членки се групират в четири групи според обема на активите в персоналните пенсионни планове. Първата група с най-голяма капитализация включва Германия, Испания, Франция и Дания. Във втората група са държави със средно равнище на капитализация – Швеция, Белгия и Италия. Страните със сравнително ниска капитализация на активите са Португалия, Чехия, Нидерландия, Австрия, Финландия, Ирландия, Унгария, Малта, Словения и Словакия. Четвъртата група включва страни с много ниска капитализация, предимно държави-членки от ЦИЕ. България, Хърватия, Латвия, Литва, Естония и Румъния са в последната група. По индикатора осигурени лица

¹³ European Commission, (2017) Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) and Commission Recommendation on the tax treatment of personal pension products, including the pan-European Personal Pension Product, с. 10

¹⁴ EY, FISMA/2015/146(02)/D, Study on the feasibility of a European Personal Pension Framework, 2017, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170629-personal-pensions-study_en.pdf, с. 178, данните обхващат 24 държави-членки

в персонални пенсионни планове в процент от населението, пет държави-членки са с над или приблизително 20% – Словения, Германия, Испания, Австрия и Швеция. Годишните спестявания в персонални пенсионни планове се изчисляват на 41 млрд. евро за 2014 г. /данните обхващат 28 продукта, а не всичките 72 идентифицирани като продукти за персонално пенсионно осигуряване/. С най-значим обем годишни вноски са Германия, Испания, Франция, Италия, Белгия, Дания, Австрия, и Финландия.

На основа на анализа по-горе можем да изведем извода, че спестяването за доброволна пенсия в България не е достатъчно развито. Тази констатация е въпреки наличието на функциониращи пазари за дългосрочни спестовни продукти – доброволно пенсионно осигуряване, животозастраховане и инвестиционни фондове. Множество фактори влияят за недостатъчното развитие на тези пазари. Ръстовете в броя спестители и обема привлечени средства през годините в по-голяма степен се дължат на еднократни фактори /като ръст на доходите на домакинствата, данъчни мотиви, висока доходност за предходни години/, а не на осъзнато решение от лицата за целенасочено спестяване за пенсия. Недостатъчната развитост на пазара на доброволно пенсионно осигуряване може да се разглежда като потенциал за растеж на бизнеса на ПОД, а оттам и на тяхната стойност.

С оглед представяне на по-пълна картина за дейността на ПОД представяме как се формира общия брой осигурени лица. Както споменахме по-горе в изследването първоначалното разпределение на УПФ и ППФ бе съответно през 2001 г. и 2000 г. Впоследствие осигурените лица имат три месеца от възникване на първоначалното им осигуряване да изберат самостоятелно УПФ и / или ППФ. По-голяма част от имащите право не избират самостоятелно фонд. В този случай, те биват служебно разпределени в някой от действащите фондове. Данни за самостоятелния избор и служебното разпределение за последните пет години са обобщени в следващата таблица.

Таблица № 8.

Служебно разпределени лица в УПФ и ППФ за периода 2016 – 2020 г.

година	2016 г.			2017 г.			2018 г.			2019 г.			2020 г.		
фонд / показател	служ. разпр-ни	общо лица	%	служ. разпр-ни	общо лица	%	служ. разпр-ни	общо лица	%	служ. разпр-ни	общо лица	%	служ. разпр-ни	общо лица	%
УПФ	75583	96354	78.44%	81530	99326	82.08%	81445	98252	82.89%	82659	93526	88.38%	66490	70594	94.19%
ППФ	12615	14889	84.73%	12699	14835	85.60%	12161	14172	85.81%	11650	13249	87.93%	9721	10551	92.13%

Източник: КФН

Данните за служебно разпределените лица в УПФ и ППФ показват изключително висок процент на лицата, които не избират самостоятелно фонд и тяхното членство във фонд се определя служебно. От общо постъпилите лица в УПФ, на служебно разпределение отиват между 78% и 94% за различните години. Подобна е статистиката за ППФ - от общо постъпилите лица в ППФ, на служебно разпределение отиват между 84% и 92% за различните години. Общо постъпилите лица са лицата, които са придобили право да бъдат осигурявани в съответния фонд през конкретната година. Разликата между общо постъпилите и служебно разпределените лица е броят лица, които самостоятелно са избрали фонд. На практика, тя показва активността на ПОД в привличането на лица с първоначален избор на фонд. Пандемията от Ковид – 19 е причината за намалената активност в ПОД за 2020 г. Това се дължи на намаления брой срещи с потенциални клиенти и осигурителни посредници на ПОД. Сумата на общо постъпилите лица в УПФ и ППФ представлява пазара на ПОД за нови клиенти с първоначален избор на фонд. Данните показват, че този потенциал варира от 106 хил. до 114 хил. души годишно /с изключение на кризисната 2020 г., когато в резултат на пандемията от Ковид – 19 имаме намаление в новите работни места и увеличение на безработицата/. Останалата част от пазара на ПОД представлява новите клиенти в ДПФ и привличането на лица, вече членове на фондовете на други ПОД /прехвърлянето/.

Веднъж станали членове на даден пенсионен фонд, осигурените лица могат право да променят фонда чрез прехвърляне. Данните за прехвърлянето през последните три години показват устойчиво увеличение на броя на лицата, които сменят пенсионния си фонд. За 2018 г. променилите участието в някой от трите фонда са 181 137 лица, за 2019 г. – 217 500 лица и за 2020 г. – 232 148 лица /по данни на КФН/. Това са малко над 5% от осигурените лица при задължителните фондове и под 0.5% от осигурените в ДПФ. Тези числа са значителни за пазара в България. Основните причини са две: липсата на добра информираност при първоначалния избор най-вече през 2000 – 2002 г. и агресивното продажбено поведение на някои ПОД. Привличане на членове на фондовете чрез прехвърляне от други съответни фондове е един от каналите, чрез който дадено пенсионно дружество може да увеличи пазарния си дял, обема управлявани активи, приходите от такси и удръжки и отгук като следствие стойността на дружеството.

Въпреки, че се намират предимно във фазата на натрупване на активи, фондовете за допълнително пенсионно осигуряване изплащат суми при настъпване на определени

случаи и съгласно правата на осигуряване в четирите типа фонда. От месец септември 2021 г. можем да приемем, че стартира и фазата на изплащане при УПФ. Това е времето, когато първата кохорта от жени придобиват право да получават пенсия и от УПФ. Данните за изплатените средства от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване през последните пет години са представени на следващата графика.

Графика № 2



Източник: КФН

От данните на графиката може да се направи извод, че в ПОД все още постъпленията от осигурителни вноски значително надхвърлят изплащаните суми. Така например от информацията в Таблица № 7 и Графика № 2 се вижда, че постъпленията от осигурителни вноски, дори и за кризисната 2020 г., са в размер на 1.762 млрд. лв., докато плащанията са значително по-малко – 142 млн. лв. Първите по-големи групи лица, които ще започнат да получават пенсионни плащания са от УПФ и ще бъдат след 2024 г.

В тази точка на анализ подложихме пазара на допълнително пенсионно осигуряване в България. Изведохме определени тенденции на развитие, които влияят върху паричните потоци, финансовите резултати и стойността на пенсионните дружества. Определихме кои промени в нормативната уредба имат пряко влияние върху приходите и разходите на пенсионните компании. Анализирахме концентрацията на пазара, водещата роля на осигуряването в Универсален пенсионен фонд за стойността на пенсионните дружества и потенциала за развитие на отделните елементи на пазара на допълнително пенсионно осигуряване.

3. Тенденции, определящи дейността на пенсионноосигурителните дружества

Целта на изследването, да оценим влиянието на спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване върху оценката на ПОД, изисква да анализираме тенденциите, определящи дейността на пенсионноосигурителните дружества и да обосновем защо смятаме, че анализът на паричните потоци е основата за извършването на оценка на ПОД. Споделяме мнението, че паричните потоци на ПОД зависят както от резултатите от дейността на дружеството до момента, така и от бъдещите резултати. Върху бъдещите резултати на ПОД влияние оказват тенденциите, които определят поведението и състоянието на компанията.

Определянето на тези тенденции е важен етап при оценката на всяко ПОД в България. Смятаме, че е наложително да се проведе изследване на влиянието на тези тенденции върху дейността на ПОД, с цел да се извърши коректна и точна оценка на ПОД.

Без да са изчерпателно изброени, считаме за по-важни следните тенденции, които влияят върху паричните потоци в пенсионното дружество в България: държавната политика в областта на пенсионната защита на населението; демографското състояние; икономическото развитие на страната и бюджетните ограничения; развитието на алтернативни форми на спестяване и инвестиране; междуетрасловите комбинации; ефективността при дейността на ПОД и конкуренцията на пазара.

3.1. Държавна политика в областта на пенсионната защита на населението в България

Държавната политика в областта на пенсионната защита на населението на страната има множество измерения. За целите на настоящото изследване се фокусираме върху ролята и мястото на допълнителното пенсионно осигуряване в общата пенсионна система на България. Ролята и мястото на допълнителното пенсионно осигуряване има

пряка връзка с дейността на ПОД, с неговите финансови резултати, парични потоци и като следствие неговата цена.

Потенциалът за развитие на дейността на ПОД е в зависимост от потенциала за развитие на допълнителното пенсионно осигуряване. Представа за потенциала за развитие на капиталовото пенсионно осигуряване в България можем да придобием от някои основни параметри на пенсионната система в страната. На следващата таблица е представена динамиката на броя осигурени лица, броя пенсионери, броя пенсии и населението на страната за периода 2010 - 2020 г.

Таблица № 9.

Брой осигурени лица, пенсии и пенсионери в България за периода 2010 – 2020 г.

параметър / година	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	промяна 2020/2010
брой осигурени лица	2 831 479	2 765 722	2 770 030	2 729 800	2 735 101	2 755 906	2 765 138	2 779 820	2 790 182	2 794 000	2 693 700	-137 779
- в т.ч. от работодател	2 786 469	2 670 198	2 533 270	2 497 569	2 501 808	2 514 127	2 515 204	2 528 817	2 538 235	2 547 600	2 460 400	-326 069
- в т.ч. самоосигуряващи се	221 965	183 109	206 264	198 656	200 276	207 464	249 934	251 003	251 947	246 400	233 300	11 335
брой пенсионери	2 191 946	2 199 585	2 217 642	2 195 904	2 181 896	2 177 716	2 180 890	2 172 753	2 162 890	2 145 300	2 123 000	-68 946
брой пенсии	2 666 614	2 675 525	2 696 906	2 677 598	2 669 060	2 658 461	2 625 152	2 577 223	2 532 369	2 162 000	2 138 400	-528 214
население	7 504 868	7 327 224	7 284 552	7 245 677	7 202 198	7 153 784	7 101 859	7 050 034	7 000 039	6 951 482	6 916 548	-588 320
дял пенсионери от население	29,2%	30,0%	30,4%	30,3%	30,3%	30,4%	30,7%	30,8%	30,9%	30,9%	30,7%	1,5%
дял пенсионери от осигурени лица	77,4%	79,5%	80,1%	80,4%	79,8%	79,0%	78,9%	78,2%	77,5%	76,8%	78,8%	1,4%

Източник: НОИ, НСИ

Броят на осигурените лица в страната намалява със 137 779 души за единадесет години, периодът 2010 – 2020 г., като достига 2 693 700 души средномесечно за 2020 г. от 2 831 479 души за 2010 г. Намалението в броят на осигурените лица надвишава намалението в броят на пенсионерите – 4.87% спрямо 3.15%. В абсолютни величини, броят на пенсионерите намалява с 68 946 души до 2 123 000 души средномесечно за 2020 г. от 2 191 946 души за 2010 г. Делът на пенсионерите от населението на страната нараства до 30.7%. Ръст се отчита и в относителният дял на пенсионерите от осигурените лица – от 77.4% на 78.8%.

Данните показват, че има стабилен приток на нови осигурени лица в УПФ и ППФ. Средногодишно те са около 95 хил. души за УПФ и 14 хил. души за ППФ. За УПФ това са лицата, които постъпват на работа, или по-точно за първи път получават доход, върху

който се дължат осигурителни вноски. За ППФ това са лицата, които започват за първи път работа, съответно подлежат на осигуряване, като първа или втора категория труд. Активно осигуряващи се в Доброволни пенсионни фондове са около 200 000 – 250 000 души. Това число извеждаме въз основа на средната вноска в Доброволен пенсионен фонд, въпреки че номинално с открити индивидуални партии са 644 197 лица. Това е под 10% от осигуряващите се лица в страната. На тази основа можем да очакваме увеличаване броят на осигуряващите се в Доброволни пенсионни фондове.

Въз основа на анализа можем да изведем извода, че ПОД имат стабилен и относително сигурен пазар. Развитието на пазара зависи и от държавната политика в областта на пенсионната защита на населението на страната. Структурата на пенсионната система не се изчерпва само със законодателното уреждане на трите стълба, по линия на които се получава пенсия: първи – ДОО; втори и трети чрез допълнителното капиталово пенсионно осигуряване. Значението на капиталовото пенсионно осигуряване зависи от мястото на пенсионната защита по линия на ДОО. Ниските разходи за пенсия от ДОО в процент от БВП са предпоставка за развитие на капиталовото пенсионно осигуряване. България изразходва 8.7%¹⁵ от БВП на страната за пенсии. Средният процент за държавите-членки на ЕС е 11.2%. Този относителен дял на разходите за пенсии от БВП е по-нисък от 8% в страни като Литва, Латвия и Естония. В страни като Гърция, Италия Франция и Австрия този процент е над 14%. На основа на това сравнение, можем да очакваме увеличение на относителния дял от БВП на разходите за пенсии в България през следващите години.

На следващо място ниският коефициент на заместване на дохода от пенсията от ДОО също е предпоставка за развитие на капиталовото пенсионно осигуряване. На таблицата по-долу е представена информация за динамиката на коефициента на заместване на дохода от пенсия, осигурителния доход, средна пенсия, минимална пенсия и максимална пенсия за периода 2010 г. – 2020 г.

Таблица № 10.

Коефициент на заместване на дохода от пенсия в България за периода 2010 – 2020 г.

¹⁵ Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00153>

параметър / година	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	промяна 2020/2010
среден месечен осигурителен доход	570,33	594,15	618,06	648,73	683,34	726,4	770,07	821,51	889,9	986,52	1 069,50	88%
максимален месечен осигурителен доход	2000	2000	2000	2200	2400	2600	2600	2600	2600	3000	3000	50%
средна пенсия	263,44	266,63	271,21	293,96	310	321,78	332,68	345,46	364,32	383,03	437,17	66%
коефициент средна пенсия към среден осигурителен доход	46,19%	44,88%	43,88%	45,31%	45,37%	44,30%	43,20%	42,05%	40,94%	38,83%	40,88%	-5,3%
социална пенсия	100,86	100,86	100,86	107,72	111,5	114,08	116,65	119,56	123,28	132,74	141,63	40%
минимална пенсия за осигурителен стаж и възраст	136,08	136,08	141,28	148,75	152,25	155,97	159,41	175,69	203,8	219,43	250	84%
максимална пенсия	700	700	700	752,5	805	875	910	910	910	1200	1200	71%

Източник: НОИ, НСИ

Данните от таблицата показват, че ръстът на осигурителния доход изпреварва ръста на средната пенсия – 88% спрямо 66%, като са съпоставени данните за 2020 г. и 2010 г. Прави впечатление намалението в разликата между максималната пенсия и минималната пенсия – от 5.14 пъти за 2010 г. до 4.8 пъти за 2020 г. За 2021 г. се запазва това съотношение от 4.8 пъти. Коефициентът на заместване на дохода с пенсия намалява от 46.19% на 40.88%. Прогнозата на НОИ е този коефициент на заместване на дохода да намалее до 35% към 2070 г. За сравнение, средният коефициент на заместване на дохода с пенсия за държавите-членки на ЕС е 58%, като варира между 33% и 86% за отделните страни /по данни на Евростат/. Повечето международни институции и експерти определят на 70-80% целевия коефициент на заместване на дохода от пенсия. В този целеви коефициент са включени пенсиите от трите стълба на пенсионната система.

Предвид общия целеви коефициент на заместване на дохода е обосновано да се извършва интегриран анализ //холистичен подход/ на различните стълбове на пенсионната система¹⁶. Интегрираният анализ би могъл да обхване нивото на заместване на пенсионните доходи, размерите на осигурителните вноски, данъчните стимули и други параметри на осигуряването. Най-важният резултат за спестителя от пенсионното осигуряване е получаването на адекватен пенсионен доход¹⁷. Необходими предпоставки за това са достатъчни по размер вноски, доходността да е разумна и спестителят да има

¹⁶ Ferreiro, A., “Chilean experience with the 2008 pension reform: Integration between the different pillars of the pension system”, FIAP, 2011, с. 48

¹⁷ Oxera, 2013, Study on the position of savers in private pension products, <https://www.oxera.com/wp-content/>, с. 7

възможност да осъществява избор и взима различни решения, с които да влияе върху резултатите от спестяването.

Държавната политика в областта на пенсионна защита се изразява в поставянето на средносрочни и дългосрочни цели. Изражение на тези цели могат да бъдат размер на коефициента на заместване на дохода, минимална пенсия, средна пенсия, размер на общата осигурителна вноска за пенсия, планиран дефицит в държавното обществено осигуряване, относителен дял на разходите за пенсии от БВП на страната, минимална възраст за придобиване право на пенсия, минимален осигурителен стаж за придобиване право на пенсия и др. За съжаление, в България липса ясно определена и оповестена държавна политика в областта на пенсионната защита. Тази липса представлява риск за дейността по допълнително пенсионно осигуряване, тъй като увеличава несигурността относно политическите решения за важни параметри на пенсионната система на страната.

Върху стойността на ПОД влияние оказва и стабилността на отрасъла на допълнително пенсионно осигуряване. Елементите на стабилност¹⁸ на системата на допълнително пенсионно осигуряване можем да търсим в:

- ✓ разделение на функциите на основните „играчи” в пенсионната система;
- ✓ наличие на ефективен държавен надзор;
- ✓ инвестиране в полза на осигурените лица на активите на фондовете от страна на ПОД;
- ✓ ежедневен контрол на дейността на пенсионните дружества и пенсионните фондове от банки-попечители;
- ✓ ясно разграничение между пенсионно дружество и пенсионни фондове;
- ✓ наличие на пазарна конкуренция между пенсионните дружества;
- ✓ баланс между цена на услугата и приходи в полза на ПОД.

Стабилността на отрасъла е предпоставка за прецизно прогнозиране на паричните потоци на ПОД и отчитане на темпа на постоянен растеж на паричните потоци.

България съобразява политиката си в областта на пенсионната защита с политиките в рамките на ЕС. Общите политики в ЕС влияят върху пазара на

¹⁸ Керн, А., „Система за пенсионно осигуряване на капиталопокривен принцип”, Доклад, София, май 2003 г., с. 5

допълнително пенсионно осигуряване в България, независимо че социалната политика е от компетенциите на отделните държави – членки. Това обстоятелство произтича от факта, че при социалните политики в ЕС действа принципа на координация, а не на хармонизация. Официалните органи на ЕС – Европейска Комисия /ЕК/ и Европейски Парламент /ЕП/ насърчават развитието на капиталовото пенсионно осигуряване. На допълнителните пенсии се възлагат очаквания да спомогнат за постигането на три много важни цели на ниво ЕС¹⁹ - за допълване на пенсионните доходи, за постигане на целите на устойчивите финанси и зелената икономика и за развитие на Съюза на капиталовите пазари. От документите и действията на ЕС от последните петнадесет години може да се направи извод, че ЕС насърчава държавите-членки да стимулират развитието на осигуряването по професионални пенсионни схеми и персонални пенсионни продукти. Капиталовото пенсионно осигуряване се разглежда от ЕС като инструмент за запълване на пенсионния недостиг и като фактор за увеличаване икономическия растеж в съюза /посредством създаването и развитието на Съюза на капиталовите пазари – Capital Markets Union/. Освен последната посочена инициатива, ЕС предприе инициатива за създаване и развитие на осигуряване в стандартизиран за съюза продукт за персонално пенсионно осигуряване, а именно pan-European personal pension product, PEPP. В известна степен, на тази инициатива може да се гледа като на стъпка за поетапното създаване в ЕС на единен пазар за продуктите за дългосрочно спестяване или инвестиране. Насърчаването активността на индивидуалния спестител е акцент и в доклада²⁰ на Експертната група към ЕС за капиталови пазари. В тази връзка, в много анализи спестяването в персонални пенсионни планове се разглежда като възможност²¹ за покриване на пенсионния недостиг в страните, в които професионалните пенсии не са добре развити.

Право на държавата е да формира регулаторната рамка, в която да се извършва дейност по допълнително пенсионно осигуряване и да функционират ПОД. Промените в законодателството съдържат висок риск за дейността на всеки един икономически субект. Най-висок риск има в отраслите, които са най-силно регулирани от

¹⁹ European Commission (2019). High-level group of experts on pensions, Final report, с. 9

²⁰ European Commission, A new Vision for Europe's Capital Markets, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, June 2020, с. 85

²¹ Oxera, 2013, Study on the position of savers in private pension products, <https://www.oxera.com/wp-content/>, с. 7

законодателството. Характерът на промяната в законодателството определя ефекта върху дейността на пенсионното дружество.

По-долу са само някои от примерите за положителен и отрицателен ефект върху дейността на пенсионните дружества от извършени промени в законодателството:

- ✓ Положителни: подобряване режима на данъчно облагане на осигуряването в Доброволен пенсионен фонд; увеличаване на частта от задължителната пенсионна вноска, която се пренасочва към УПФ, за сметка на намаляването на частта, която остава в ДОО; въвеждане на право на осигурените лица да избират рисковия профил на техните инвестиции в Доброволен пенсионен фонд.
- ✓ Негативни: запазване размера от 5 % на осигурителната вноска за Универсален пенсионен фонд; въвеждане на благоприятен режим на данъчно облагане на алтернативни форми на разходи на работодатели в полза на служители; промяна в пенсионния модел чрез предоставяне право на осигуреното лице да се осигурява с пълен размер вноска в ДОО или с намален размер вноска в ДОО плюс спестяване в УПФ; намаляване максималните размери на таксите и удържките в полза на ПОД.

3.2. Демографско състояние

В по-голяма част от държавите-членки на ЕС се регистрират неблагоприятни демографски тенденции. Отчита се намаление на раждаемостта, съществуват силни емиграционни процеси към развитите страни и се увеличава средната продължителност на живота. Като следствие се регистрира намаляване на броя на внасящите осигурителни вноски спрямо получаващите пенсии, което прави публичните системи нестабилни. Един от примерите за неблагоприятни демографски тенденции е прогнозата за влошаване на съотношението на лицата в работоспособна възраст спрямо пенсионерите: за 2019 г. 2.9 души в работоспособна възраст издържат един пенсионер, докато това съотношение ще се влоши до 1.7 души в работоспособна възраст на един пенсионер през 2070 г.

В много страни от ЕС е налице тенденция на изпреварващо нарастване на пенсионните задължения спрямо пенсионните резерви. Причините за всяка страна са индивидуални, но могат да бъдат отличени някои преобладаващи. Този изпреварващ

ръст се дължи основно на увеличаване в размера на пенсиите, намаляване на размера на осигурителните вноски, разпространение на привилегии за ранно пенсиониране на определени социални групи, нарастване на средната продължителност на живот, застаряване на населението. Увеличаването на разходите за пенсии и намаляването на приходите от осигурителни вноски насочва към търсене на мерки за ограничаване ръста на размера на пенсиите от публичните системи. Разходите, свързани със застаряването²² (total cost of ageing), се очаква да достигнат 26.6%²³ от БВП на ЕС към 2070 г., което е с 1.7% повече от 2016 г. Това води до увеличаване натиска върху бюджетните разходи – по какъв начин националните бюджети ще финансират нарастващите разходи на различни сектори. Ограничените възможности на националните бюджети за увеличаване разходите за пенсии водят до намаляване на коефициента на заместване на дохода от пенсии. В ЕС е налице т.н. пенсионен недостиг (pension gap, pension deficit) – прогнозните спестявания по досегашните модели не могат да покрият пенсионните очаквания и поетите пенсионни задължения²⁴. Като последица обществото упражнява натиск за промяна в пенсионните системи и намаляване на преразпределителния механизъм. Пенсионният недостиг в ЕС се оценява²⁵ на USD 70 трилиона в момента и се прогнозира да достигне USD 400 трилиона до 2050 г. Изчисленията показват²⁶, че за попълване на този дефицит в ЕС са необходими допълнителни спестявания от над 2 трилиона евро годишно, което е 13% от БВП на ЕС. Тази тенденция е още по-отчетлива в страните от ЦИЕ, където осигуряването по професионални пенсионни планове е значително по-слабо спрямо останалите държави-членки на ЕС.

Демографското развитие влияе както върху разходо-покривната система, така и върху капиталово-покривната система. Проявлението на този фактор върху двете системи не е едно и също. Застаряването на населението в България прави по-скъпи пенсиите от Универсалния и Доброволния пенсионен фонд – относно гарантиране със специализирани резерви на изплащането на пожизнени пенсии. Намаляване на

²² В тези разходи се включват публичните разходи за пенсии, здравеопазване, дългосрочни грижи, образование и обезщетения за безработица

²³ European Commission, (2020) Report on the Impact of Demographic Change, с. 19

²⁴ Dimitrov, St. (2019). „Pension Wealth in the European Union – tendencies, problems and solutions“, Economy & Business vol. 13, 2019, pp. 32-42, International Scientific Publications

²⁵ European Commission, (2017) Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) and Commission Recommendation on the tax treatment of personal pension products, including the pan-European Personal Pension Product, с. 9-11

²⁶ Aviva, (2016), Mind the gap, <https://www.aviva.com/social-purpose/thought-leadership/europe-pensions-gap/>, с. 3

населението, осигурените лица и лицата в работоспособна възраст води до ограничаване броят на лицата, които ще се включат в осигуряването в Универсален пенсионен фонд. Това от своя страна пряко влияе върху паричните потоци към пенсионното дружество.

В годините, в които се отчита намаляване дела на пенсионерите към осигурените лица, това не се дължи на благоприятни демографски тенденции, а по-скоро е резултат от административни мерки – регистриране на сключваните трудови договори, увеличаване на възрастта за придобиване право на пенсия, увеличаване на изискването за осигурителен стаж за придобиване право на пенсия, увеличена икономическа активност и заетост и др. Считаме за правилно мнението на Бисер Петков, че „протичащите демографски процеси поставят на изпитание финансовата устойчивост на традиционните разходо-покривни системи”.²⁷

Броят на осигурените лица се очаква да продължи да намалява, като намалението до 2070 г. се прогнозира на 870 хил. души²⁸. В същото време, намалението в броят на пенсионерите се прогнозира на значително по-малко – с 400 хил. души. Като следствие от това негативно развитие, системният коефициент на зависимост /осигурените лица съотнесени към пенсионерите/ ще се влоши от 100 към 74 за 2018 г. до 100 към 87 за 2070 г. Ето защо, едно от заключенията в Актюерски доклад 2019 г. на НОИ е, че са налице сериозни демографски предизвикателства пред пенсионната система на България. В тази връзка се препоръките на анализатори²⁹ за „пенсионна реформа, отговаряща на демографската структура, с оглед засилване ролята на втория и третия стълб и намаляване на трансферите от държавния бюджет”.

Застаряването е сред другите предизвикателства пред демографското състояние на България. Информация за динамиката на населението на България и различните възрастови групи за периода 2017 - 2070 г. е обобщена в следващата таблица.

Таблица № 11.

Прогноза за населението на България по възрастови групи за периода 2017 – 2070 г.

²⁷ Петков, Б. „Предизвикателствата пред допълнителното пенсионно осигуряване в процеса на присъединяване към ЕС”, презентация пред научна конференция, Стопанска академия «Д. Ценов», Свищов, май 2006 г., <http://www.fsc.bg/>, с.1

²⁸ Национален осигурителен институт, 2019, Актюерски доклад 2019, www.nssi.bg, с. 57

²⁹ Българска академия на науките, Институт за икономически изследвания, кол. (2017) Икономическо развитие и политики в България: оценки и очаквания, с. 197-198

година / показател	население в хил. души	дял на лицата на възраст 0 - 14 г.	дял на лицата на възраст 15 - 64 г.	дял на лицата на възраст 65 г. +	дял на лицата 65 г. + спрямо лицата на възраст 15 - 64 г.
2017	7 050	14,2	64,7	21,0	32,5
2020	6 927	14,4	63,7	21,9	34,4
2030	6 381	13,6	61,6	24,8	40,3
2040	5 913	13,2	58,6	28,2	48,1
2050	5 547	13,8	54,5	31,7	58,1
2060	5 207	13,9	52,8	33,3	63,0
2070	4 855	14,0	55,1	30,9	56,2

Източник: Национален осигурителен институт, 2019, Актюерски доклад 2019

Прогнозата на НОИ е, че се очаква драстично намаляване на населението в България с около 30% до 2070 г. – от 6.927 млн. души до 4.855 млн. души. В същото време, се очаква значително увеличение на дела на лицата 65 г. + - от 21% на 31%. Това обстоятелство съпроводено с намаление на икономически активните лица води до сериозни предизвикателства пред пенсионната система в страната.

3.3. Икономическо развитие и бюджетни ограничения

Бъдещите приходи и разходи във фондовете, управлявани от пенсионноосигурително дружество и в самото дружество, зависят от много икономически фактори, като: представяне на финансовите пазари, размер и динамика на brutния вътрешен продукт, инфлация, работна сила, заетост, безработица, средна работна заплата, среден осигурителен доход, данъчно облагане, размер на задължителните осигурителни вноски, склонност за спестяване на населението, разходи за един пенсионер, относителен дял на разходите за пенсии от БВП, структура на разходите за отделните сектори в процент от БВП, размер на държавния дълг и др. Приходите във фондовете зависят от това как тези фактори влияят върху размера, структурата и разпределението на доходите на работещата част от населението, а разходите на фондовете зависят от това как същите фактори влияят на съвкупностите от населението, получаващо пенсионни плащания. Например, размерът на средния осигурителен доход пряко влияе върху размера на средната вноска в Универсалните и

Професионалните пенсионни фондове, а оттук - и върху приходите от такси и удръжки в полза на пенсионните дружества.

Очакванията за величините на основните макроикономически показатели пряко влияят върху прогнозите в модела, разработен от автора, за определяне на стойността на ПОД. При допусканията в модела се използват прогнози съгласно макрорамката на бюджета, изготвяна от Министерство на финансите и прогнози от други международни институции като Европейската Комисия, Световната банка, Организацията за икономическо сътрудничество и развитие, Международния валутен фонд и рейтингови агенции.

Важно за извеждането на цена на ПОД е анализът на отражението на динамиката на макроикономическите фактори върху резултатите на ПОД. Влиянието на представянето на финансовите пазари се свързва с цените на финансовите инструменти. Ръстът в цените на финансовите инструменти води до отчитане на по-висока доходност от управление активите на пенсионните фондове. По-високата доходност се свързва с увеличение на приходите на пенсионните администратори, чрез увеличаване на приходите от инвестиционна такса и повишаване интереса за спестяване в капиталови пенсионни схеми. Резултатите на капиталовото пенсионно осигуряване са в пряка зависимост с представянето на финансовите пазари.

Обикновено нарастването в БВП води до покачване на цените на финансовите инструменти. Следва да се има предвид, че цените на ценните книжа се установяват така, че да отразяват не текущото състояние на икономиката, а очакваните икономически резултати. По правило, по-голяма част от инвестициите на ПОД са в ценни книжа. Ето защо при висок ръст на БВП може да се очаква по-висока възвръщаемост от инвестиране активите на пенсионните фондове спрямо предходни периоди.

От една страна, високата безработица е предпоставка за постигане на по-висок ръст на клиентите-осигурени лица в бъдещи периоди в сравнение с минали периоди (в бъдеще се очаква, че безработицата ще се намали) и възможност за ръст в допълнителното задължително пенсионно осигуряване, в резултат на обхвата на нови лица, които до този момент не са били осигурени в Универсалните и Професионалните пенсионни фондове. От друга страна, високата трайна безработица е негативен сигнал за потенциалните външни инвеститори на капиталовите пазари, поради разбирането, че липсва потенциал за развитието на пазар и за търсене на стоки в страната. Това при равни

други условия би ограничило доходността, постигана от допълнителните пенсионни фондове.

Инфлацията влияе върху доходността на всички активи, в това число и върху доходността на акциите. Освен това, инфлацията пряко влияе върху цените на материали, консумативи, оборудване и др., т.е. върху разходите на ПОД. Размерът на лихвените проценти в страната влияе върху доходността на всички активи.

Данъчна политика косвено и пряко влияе върху дейността на ПОД. Данъчната политика има различни изражения - данъчно облагане на реалната икономика, данъчно облагане на доходите от покупко-продажба на ценни книжа, режим на данъчно облагане на осигуряването в Доброволен пенсионен фонд, режим на данъчно облагане на алтернативи за инвестиране в Доброволен фонд, режим на облагане с ДДС на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и др. Преките данъци върху доходите на физическите лица се отразяват и на спестяванията на гражданите. По-високите данъчни ставки върху доходите на физическите лица, в комбинация с данъчни преференции за осигуряване за доброволна пенсия, стимулират внасянето на осигурителни вноски в капиталовите пенсионни фондове.

Необходимите приходи във фондовете на ДОО също пряко влияят върху възможностите за развитие на допълнителното задължително пенсионно осигуряване. Ето защо намаляване на размера на осигурителните вноски към ДОО, при равни други условия, ограничава възможностите за увеличение размера на вноската в УПФ.

Структурата на разходите в БВП на държавата има пряко отражение върху потенциала на дейността на ПОД. От една страна, общественият натиск за увеличаване на разходите за образование, здравеопазване, отбрана, инфраструктура, борба с климатичните промени, по-чист въздух, подобряване качеството на живот е предпоставка за увеличаване относителният дял на капиталовите пенсии в общата пенсионна система на България. От друга страна, недостигът на средства в ДОО води до търсене на допълнителни източници за приходи в бюджета, каквито някои политики могат да разглеждат допълнителните пенсионни фондове.

Като положително за развитие пазара на допълнително пенсионно осигуряване може да се разглежда предстоящото приемане на България в Организацията за

икономическо сътрудничество и развитие /ОИСР/. България получи покана³⁰ за членство в ОИСР през месец януари 2022 г. ОИСР е организация, в която членуват 38-те най-развити държави в света. ОИСР последователно следва политика за развитие на спестяването за допълнителни пенсии, основани на капиталов принцип.

3.4. Развитие на алтернативни форми на спестяване и инвестиране

От трите допълнителни пенсионни фонда развитието на алтернативни форми на спестяване и инвестиране има най-голямо влияние върху дейността на Доброволните пенсионни фондове. В една или друга степен осигуряването в Доброволен пенсионен фонд се конкурира с:

1. инвестиране в колективни инвестиционни схеми /КИС/;
2. пряко инвестиране в ценни книжа;
3. инвестиране в недвижими имоти;
4. закупуване на застраховка „Живот“;
5. спестяване в банков депозит;
6. участие в доброволно здравно осигуряване;
7. предоставянето на ваучери за храна и стоки от работодатели в полза на техни работници и служители.

Конкурентоспособността на алтернативните форми на използване на располагаемия доход в голяма степен зависи от режима на тяхното данъчно облагане и от ползите за клиента. Повишените инвестиции на физически лица в колективни инвестиционни схеми се дължат основно на две причини: високият ръст на стойностите на индексите на някои фондови борси и агресивното предлагане на тези схеми. Част от средствата насочвани към КИС биха могли да бъдат инвестирани в доброволните пенсионни фондове.

Моите очаквания са значително развитие да получи предоставянето на ваучери за храна от работодателите. Основанията ми за тези очаквания е благоприятният режим на

³⁰ <https://www.oecd.org/newsroom/oecd-takes-first-step-in-accession-discussions-with-argentina-brazil-bulgaria-croatia-peru-and-romania.htm>

данъчно облагане и осигуряване. Втора предпоставка е разширяване на тяхното приложение за закупуване на определени стоки и услуги.

Експертите от Industry Watch считат, че динамиката на пенсионния пазар зависи в значителна степен от изменението на доходите на осигуряващите се, от това дали те насочват тези доходи към текущо потребление, респективно доколко проявяват склонност към спестяване и към какви спестовни продукти са насочени предпочитанията им³¹.

3.5. Междуетраслови комбинации

На финансовите пазари в България са налице множество форми на обвързаност и зависимост между определени компании. Обвързаността не е само между финансови институции, а в някои случаи обхваща предприятия от сфери извън финансовите услуги. Тези междуетраслови комбинации имат както преимущества, така и недостатъци. Някои от преимуществата на междуетрасловите комбинации са следните:

- ✓ Понижаване себестойността на услугите за сметка на повишаване стабилността на доходите и намаляване на рисковете благодарение на диверсификацията на дейностите;
- ✓ Разширяване на клиентската база в резултат на обмена на информация и предоставянето на по-разнообразен набор от услуги чрез по-голям брой канали за разпространение;
- ✓ Създаване на допълнителна гъвкавост при промени на съответните пазари;
- ✓ Ползване на добрите практики и процедури на свързаните дружества.

Междуетрасловите комбинации освен предимства крият и опасности.

- ✓ Осигурителната компания носи част от риска на съответстващата компания поради възможни взаимни финансови задължения;
- ✓ Между двете компании се повишава взаимозависимостта, което увеличава вероятността от системни кризи в случаи на рязко влошаване на състоянието на една от страните.

³¹ Industry Watch, „Динамика и тенденции на пенсионния пазар“, <http://www.iwatchbulgaria.com>

Междуетрасловите зависимости сред пенсионноосигурителните дружества в голяма степен произтичат от структурата на акционерния капитал. В таблицата по-долу е представена структурата на акционерния капитал на лицензираните пенсионни дружества към 31.01.2022 г. (в таблицата са включени акционери с над 10 % дял от акциите на дружеството).

Таблица № 12.

Основни акционери в пенсионноосигурителните дружества в България към 31.01.2022 г.

Дружество	Основни акционери
ПОК Доверие АД	АТВИН Gmb H – 92.58%
ПОК Съгласие АД	Уеб Финанс Холдинг АД – 19.95%
ПОД Алианц България АД	Алианц България Холдинг АД – 65.90% НЕК ЕАД – 34.00%
ПОАД ЦКБ-Сила	ЦКБ Груп ЕАД – 50.04% Инвест Кепитъл АД – 24.82% ПДНГ АД - 9.71% ЗАД АРМЕЕЦ - 7.68%
ПОК ОББ ЕАД (предишно наименование Ен Ен ПОД ЕАД)	ДЗИ - Животозастраховане ЕАД – 100.00%
ПОК ДСК-Родина АД	Банка ДСК ЕАД – 99.75%
ПОД – Бъдеще АД	Медианет Индъстрис С.А.– 90.20% Синтетика АД – 9.80%
ПОД Топлина АД	Ел Ем Импекс ЕООД – 47.41% Топлофикация Бургас АД – 9.80% Топлофикация Враца ЕАД – 9.62% Атоменергоремонт ЕАД – 9.87% СА.И.Е ЕООД – 9.08%
Пенсионноосигурителен институт АД	Ест АД - 12.70% Пела ЕООД - 83.49%
ПОД ДаллБогг: Живот и Здраве ЕАД	ЗАД ДаллБогг: Живот и Здраве АД – 100%

Източник: Електронен регистър и картотека на КФН и страници в Интернет на ПОД

На основата на информацията за акционерната структура може да се изведе акционерната зависимост на дейността на дадено ПОД.

- ✓ Финансови групи, на които център на групата е банка. Към тази група попадат три пенсионни дружества - ПОК ДСК-Родина, ПОК ОББ и ПОАД ЦКБ-Сила. Две други дружества са част от финансови групи, в които има и банка – ПОД Алианц България и ПОК Съгласие.
- ✓ Финансови групи, на които център на групата е застрахователна компания. В тази група се включват пет дружества – ПОД Алианц България, ПОК Доверие, ПОД – Бъдеще, Пенсионноосигурителен институт и ПОД ДаллБогг: Живот и Здраве. Четири други дружества са част от финансови групи, в които има и

застрахователна компания – ПОК Съгласие, ПОАД ЦКБ-Сила, ПОК ОББ и ПОД Топлина.

- ✓ Икономически групи, в които център на групата е индустриален холдинг - ПОД Топлина. Пет други дружества са част от група компании, в която значимо място има индустриален холдинг - ПОД Алианц България, ПОАД ЦКБ-Сила, ПОД – Бъдеще, Пенсионноосигурителен институт и ПОД ДаллБогг: Живот и Здраве.

Един от изводите на анализа на акционерната структура на ПОД е, че в най-голямата си част пенсионните компании в България са част от застрахователни групи. На второ място по брой са ПОД, които са част от банкови групи. Значими индустриални компании /извън финансовия сектор/ са част от шест групи, към които принадлежат ПОД. Тази акционерна структура показва двата подхода за създаване и развитие на ПОД. Първият е банково-застрахователният подход. При него ПОД е част от финансова група, която има развита клонова мрежа и покрива територията на страната. Вторият е индустриалният подход. При този подход, индустриалните компании са основа на създаване и развитие на ПОД. Двата подхода не се взаимноизключват, напротив както виждаме от практиката на пазара, те се допълват.

Пред анализатора стоят въпросите как да бъдат остойностени тези връзки и каква част от стойността на ПОД се дължи на имиджа и основната дейност на акционерите и обвързаните действия. Изводи могат да се направят въз основа на посоката на взаимодействие и зависимост.

- ✓ В зависимост от влиянието върху размера на приходите:
 - по-ефективни продажби на основата на ползване на вече изградена териториална структура и мрежа от агенти за продажба на продукти;
 - привличане на клиенти на основата на добро обслужване от изградена териториална структура и доверие в клиентите от ползвани продукти на компанията, свързана с пенсионното дружество;
 - намаляване на приходите от ползване на алтернативни продукти предлагани в рамките на групата – животозастраховане и доброволно пенсионно осигуряване; доброволно пенсионно осигуряване и спестовни банкови депозити; доброволно пенсионно осигуряване и инвестиране в договорни фондове;

- привличане на клиенти от т. н. обвързани продажби (ползване на определени условия по даден продукт, при условие че клиентът закупи от друг продукт) – общо застраховане, животозастраховане, банкови продукти, лизинг, небанкови финансови услуги и продукти, и др.
- ✓ В зависимост от влиянието върху размера на разходите:
 - намаляване на разходите за реклама;
 - намаляване на разходите за маркетинг;
 - намаляване на разходите за издръжка на офиси – наем, закупуване, ел. енергия, консумативи;
 - намаляване на необходимия щатен персонал;
 - намаляване на разходите за обслужване на осигурените лица.

На практика на пазара на допълнително пенсионно осигуряване съществува т. н. трансферно ценообразуване – акционерите се ползват от определени облаги от дейността на ПОД, без да е необходимо пряко дружеството да е на печалба и да изплаща дивиденди на акционерите. Пример за това са:

- ✓ изплащане на комисиони възнаграждения на лица или компании, свързани с акционерите;
- ✓ изплащане на такси за консултация, управление на активи или наеми;
- ✓ изплащане на трудови възнаграждения на лица, които не са свързани с основната дейност на пенсионното дружество;
- ✓ контролиране на инвестиционната политика и насочване на определени инвестиции в дадени инвестиционни инструменти.

Въз основа на горното се налага изводът, че междутрасловите комбинации оказват значимо влияние върху оценката на ПОД. Въпросът е как да бъдат остойностени тези връзки? Отговор на този въпрос може да се намери чрез отразяване на междутрасловите комбинации в прогнозите за развитие на съответното ПОД, като се отчитат основните аспекти от дейността, върху които влияят комбинациите: разходите на ПОД, приходите на ПОД, пазарните позиции и конкурентните предимства.

3.6. Ефективност в дейността на ПОД

Множество фактори влияят на развитието на компаниите. В последно време се затвърждава мнението, че пазарните условия се променят все по-бързо и стават все по-трудно предвидими. Причините са бъдещата неопределеност на технологичното развитие, предпочитанията на потребителя, държавното регулиране и много други фактори.³² Експертите считат, че успехът на компаниите зависи все повече от тяхната способност много бързо да реагират на широк спектър от възможни промени. Бързината и гъвкавостта на дружествата се предопределя от това, доколко те са изградили възможности за гъвкавост относно техните средства, процеси и системи, и от това доколко те са разработили предварителни планове за реакция във възможни ситуации. Практиката при ПОД показва, че тези експерти са прави. Някои от примерите в подкрепа на това твърдение са:

1. Позициите на ПОД „Алианц България” в отрасъла енергетика, което позволява на дружеството да има високи по размер постъпления от вноски от работодател в ДПФ, от високи по размер вноски в ППФ. В голяма степен това е резултат от акционерното участие от 34% на НЕК в дружеството.
2. Предварителната подготовка на ПОК „Доверие”, ПОД „Алианц България” и ПОК „Съгласие” относно привличане на осигурени лица при първоначалния избор на ППФ през периода ноември 2000 г. – януари 2001 г., което води до общ дял по осигурени лица на трите компании от 87.28 % от осемте дружества към 30.06.2002 г.
3. Предварителната подготовка на ПОК „Съгласие” и ПОК „Доверие” през юни - септември 2001 г. относно привличане на осигурени лица, които придобиват право на избор на ППФ след включване на техните длъжности в длъжностите от първа и втора категория труд в Наредбата за категоризиране на труда при пенсиониране и Инструкцията към нея.
4. Покупката на по-малки дружества: ПОК Доверие придоби БПОД; ПОАД ЦКБ-Сила придоби ПОД Лукойл Гарант;
5. Максимално използване на потенциала на голяма дистрибуционна мрежа: ПОК ДСК-Родина и Банка ДСК; банките и застрахователните дружества, с които работи ПОД Алианц България.

³² Копланд, Т. и Вл. Антикаров, „Реални опции”, „Класика и стил”, София, 2002 г., с. viii

Ефективността от функционирането на ПОД е един от основните фактори за генериране на отрицателни или положителни парични потоци за определен период, при равни други условия. Основните характеристики и проявления на ефективността могат да се търсят в:

1. Ефективно извършване на разходите за привличане на нови осигурени лица;
2. Ефективно извършване на разходите за обслужване на осигурените лица;
3. Оптимизиране на приходите от дейността спрямо извършените разходи, чрез оптимизиране управлението и инвестирането на активите на допълнителните пенсионни фондове;
4. Ефективно управление на собствените средства на пенсионното дружество.

Балансът между планиран разход за привличане на осигурено лице и успешните продажби минава през „потенциала“ на осигуреното лице. Под „потенциал“ разбираме възможният приход, който би донесло осигуреното лице на пенсионното дружество – приходите от такси и удръжки от вноските и средствата на лицето.

Разходите по обслужване на осигурените лица са едни от основните разходни пера в дейността на пенсионното дружество. Разходите в тази група разделяме на постоянни (една част от разходите за трудови възнаграждения, данък върху недвижимите имоти и такса смет, амортизации, поддържане на информационна система, такси към организации) и на променливи (разходи за трудови възнаграждения, за граждански договори, за комисиони, за реклама). Оптимизиране на променливите разходи подобрява финансовия резултат на пенсионното дружество.

Процес на оптимизиране може да се извърши не само за разходите, но и за приходите на дружеството. При оптимизиране на приходите спрямо извършените разходи имат отношение предходните два фактора. Независимо от това, изборът на размер на таксите и удръжките е от изключително значение за паричните потоци към пенсионното дружество. Невинаги намаляването на таксите води до компенсиране на намалението от увеличаване броя на осигурените лица. Въпреки недългото време на функциониране на пенсионните дружества пазарът познава и обратния пример – дружество, което през 2001 г. намали такса управление в Универсалния пенсионен фонд на 4.5 %, през 2005 г., увеличи размера на таксата до максимално допустимия от 5 % (ПОАД „ЦКБ-Сила).

3.7. Конкуренция на пазара

Размерът на паричните потоци от и към ПОД и величината на тези потоци спрямо инвестираните средства в голяма степен зависят от степента на конкурентност в отрасъла. Отговорът на въпроса много или малко са десет ПОД предоставя самия пазар. Отговорът на този въпрос основно зависи от финансовата перспектива пред ПОД и очакванията на акционерите за развитие на пазара и на самото дружество. Трудно е да се определи колко дружества са подходящи за пазара на допълнително пенсионно осигуряване в България, както е трудно да се определи минимален брой лица или минимален размер на управляваните активи в допълнителните пенсионни фондове, които са оптималният размер за развитието на дадено ПОД. Пазарът на животозастраховане е най-близкият по характеристики пазар до пазара на допълнително пенсионно осигуряване. Броят на животозастрахователните компании също е 10 към 31.01.2022 г., като към тях с основание можем да добавим и два клона на чуждестранни животозастрахователни дружества. На основата на това сравнение, можем да достигнем до извода, че 10-12 компании е оптималният брой компании на пазара на допълнително пенсионно осигуряване. Трябва да имаме предвид, че дружествата, опериращи в по-конкурентни отрасли, постигат по-малка норма на печалба и имат по-ниски показатели за ефективност на приходите. Също така, когато разсъждаваме за броя на компаниите на даден пазар, следва да имаме предвид мотивите на акционерите за създаването на компанията – дългосрочни, краткосрочни, спекулативни, конкурентни, имиджови и др.

Конкурентността на пазара на допълнително пенсионно осигуряване зависи и от законовите, финансови и административни пречки за създаване и развитие на нови дружества. Върху стойността на дружеството влияе намалението на броя на осигурените лица във фондовете и съответно - на пазарния дял вследствие от навлизането на нова пенсионна компания. Една нова пенсионна компания ще „привлече” към своите фондове лица, осигурени в оценяваното дружество. Въз основа на очакваното развитие на ново ПОД можем да изчислим промяната в определените стойности на пенсионните компании в зависимост от загубата на пазарен дял по активи и осигурени лица.

В Глава Първа извършихме анализ на ролята и мястото на пенсионноосигурителните дружества. Вниманието ни бе насочено към открояване на спецификите в дейността по допълнително пенсионно осигуряване и в дейността на ПОД. Направена бе класификация на спецификите на дейността на ПОД в резултат на

характеристиките на допълнителното пенсионно осигуряване. На изследване подложихме пазара по допълнително пенсионно осигуряване. Обосновахме тезата, че спецификите в дейността по допълнително пенсионно осигуряване водят до особености в дейността на ПОД. Мое мнение, е че особеностите в паричните потоци на ПОД налагат изработването на комплекс от показатели и техники за прогнозиране развитието на пазара по допълнително пенсионно осигуряване и на дейността на ПОД. В резултат на коректното прогнозиране на развитието на дадено ПОД ние ще можем да извършим прецизна оценка.

В изследването систематизирахме основните тенденции, определящи дейността на пенсионноосигурителните дружества. Обосновахме защо тези тенденции влияят върху резултатите на ПОД и връзката им с извършването на оценка на пенсионно дружество.

ВТОРА ГЛАВА

ФАКТОРИ, ВЛИЯЕЩИ ВЪРХУ ОЦЕНКАТА НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНОТО ДРУЖЕСТВО

В изследването до момента обосновахме, че основните елементи при извеждането на цена на ПОД са бизнесът на дружеството, очакваните парични потоци, способността да генерира доходност, създаваната стойност и активите на компанията към момента на оценката. Бизнесът на дружеството произтича от дейността по допълнително пенсионно осигуряване. ПОД извършва дейност в условията на пазарна конкуренция. Изведохме тенденциите, които са определящи за дейността на ПОД. В Глава Втора поставяме акцент на факторите, влияещи върху оценката на ПОД. Разглеждаме прилагането на финансово-икономическият анализ към ПОД. На анализ подлагаме методите за оценка на цяло дружество спрямо дейността на ПОД. В настоящата глава изследваме паричните потоци на ПОД – тяхната същност, формиране, категоризиране и анализ. Акцент поставяме на регулаторния и политическия риск в дейността на ПОД предвид силната зависимост на дейността по допълнително пенсионно осигуряване от политически решения и промени в регулациите.

1. Финансово-икономически анализ и методи за оценка на цяло дружество

Търговският закон, чл. 15 ал. 1, определя предприятието като „свкупност от права, задължения и фактически отношения“. Извършването на оценка на цяло предприятие предполага да бъдат обхванати всичките елементи на анализираното дружество, въпреки че оценката ще се изрази с икономически стойности. Ето защо правилното решаване на проблема за надеждността на оценката на едно предприятие е свързано с изследването на всички негови аспекти – икономически, правни (действаща законова уредба, вътрешни правилници), социални (период на съществуване, управленска структура, структура на каналите за продажби, състав и квалификация на заетите), технически (технологично равнище) и т.н.

Изследване на икономическите аспекти от дейността на предприятие се извършва чрез финансово-икономически анализ. Разглеждаме финансово-икономическият анализ

не толкова като фактор при извършването на оценка, а по-скоро като средство за извършване на коректна оценка. Финансово-икономическият анализ се разглежда като елемент на бизнес-оценката.³³ В подкрепа на казаното, е фактът че в България, в началото на процеса на приватизация, финансовият анализ се използва като помощно средство за оценка на дадено предприятие. За нас е важно да определим финансовото състояние на оценяваното дружество, как дружеството се справя сред пазарните особености и характеристики, какви са неговите резултати спрямо конкурентни дружества, средните стойности на показателите за пазара и спрямо дружествата, които са с най-близки характеристики до оценяваното. На изследване подлагаме икономическите явления, процеси и тенденции в дейността на анализираното ПОД. Целта ни е въз основа на този анализ да подберем правилните техники за прогнозиране на дейността и за оценка на ПОД.

Проблематиката на дейността по допълнително пенсионно осигуряване е изследвана от редица български автори. Някои от тях са Д. Шопов, Г. Гочев, Н. Павлов, Й. Христосков, Гр. Димитров, Г. Евгениев, М. Керемидчиева, Д. Димова, Л. Дулевски, Б. Манов, Б. Петков, Й. Близнаков, Л. Стефанов, Ив. Данева, Л. Векова, Д. Нинов, Хр. Христов, Св. Христова, З. Георгиев, Пл. Йорданов, Ж. Милев, Р. Пандурска, Н. Марева, Н. Славчев, Ж. Николова, Н. Абаджиев и др. Проблемите на оценката на предприятие са изследвани от много български и чужди автори – Г. Петров, Пл. Орешарски, М. Александрова, Р. Брусарски, Тр. Трифонов, С. Трифонова, Д. Ненков, В. Касърова, Ил. Гуевски, Н. Христович, М. Матеев, R. Brealey, S. Myers, T. Copeland, T. Koller, Vl. Antikarov, J. Murrin, A. Damodaran, J. Zukin и др. В по-далечно минало въпросите на анализа на стопанската дейност на предприятието са изследвани от Св. Калчев и М. Найденов. Не може да се твърди същото за проблематиката, обвързваща оценката на предприятие с дейността на ПОД. В теорията в недостатъчна степен са описани и анализирани особеностите и спецификите на дейността на ПОД в България с оглед оценката на пенсионно дружество. Липсата на достатъчен на брой цялостни разработки важи особено в частта за анализа на финансовото състояние и оценката на пенсионно дружество. Последното може да се обясни с факта, че ПОД е сравнително нов субект за

³³ Златаров, Ив., „Приватизацията“, „Сиела“ ООД, София, 1995 г., с. 14, както и Илиев, Ив., „Бизнес-оценката на предприятието: Методология и практика“, УИ „Св. Климент Охридски“, София, 1994 г., с. 7

финансовата система в България. Същото важи и за дейността по допълнително пенсионно осигуряване. Освен това, законодателството и практиката в областта на допълнителното пенсионно осигуряване претърпяха значителни промени и развитие през последните двадесет години.

След като дефинирахме спецификите на дейността на ПОД можем да изследваме финансовите отношения в ПОД. Изследването на финансовите процеси и явления в ПОД са основата ни за оценка на ПОД. Информацията, която ще получим въз основа на финансовия анализ ще използваме за оценяване и прогнозиране на икономическите процеси в ПОД.

Считаме, че извършването на финансов анализ ще ни помогне да:

- ✓ определим проблемните области или моменти в развитието на ПОД;
- ✓ съпоставим дейността на ПОД с неговите конкуренти;
- ✓ сравним стойности на показатели от дейността на ПОД със средните стойности за бранша;
- ✓ определим кои са областите от дейността на ПОД, които са най-печеливши и перспективни, и тези, които не са такива;
- ✓ си изясним тенденциите в развитието на анализираното ПОД;
- ✓ определим дали има колебания в дейността на ПОД, както и процесите, на които се дължат.

ПОД не са компании, чиито акции се търгуват на фондовата борса. Дейността по допълнително пенсионно осигуряване е от 28 години. В среда на относително стабилно законодателство дружествата функционират от 2004 г. След 2004 г. бяха извършени неколнократни промени в законодателството и създадени нови регулации, но те не са така съществени както в периода 1999 – 2004 г. За да извършим пълен анализ на финансовото състояние на дружествата, е необходимо освен общоприетите източници на информация за оценка финансовото състояние на предприятието /счетоводен баланс, отчет за доходите, отчет за паричния поток, отчет за собствения капитал, доклад за дейността, одитни доклади и др./, да се анализират вътрешни отчети за: продажби на ПОД; равнище и динамика на заплатите; равнище и динамика на разходите за комисионните възнаграждения на осигурителните посредници; структура на разходите за външни услуги; взаимоотношенията с акционерите и със свързани с тях лица и др. В интернет страниците на ПОД са публикувани и отчетите на мениджмънта за дейността

на ПОД през дадена календарна година. Конкретно за дейността на пенсионните дружества към използваните източници на информация могат да бъдат добавени следните: доклади на служба „Вътрешен контрол“; решения на управителните органи (Съвет на директорите или Управителен съвет и на Надзорен съвет); заповеди; указания, вътрешни правила, процедури и др.; бизнес план; актюерски баланси и отчети; протоколи от проверки на Комисията за финансов надзор и други контролни органи (НАП, НОИ, Държавна агенция за финансово разузнаване, Инспекция по труда, и др.).

За да извършим коректна пазарна оценка на дружеството, финансово-икономическият анализ на неговата дейност следва да обхваща и отчита комплексно основните фактори на макро- и микросредата, тяхното влияние върху основните финансови показатели на предприятието. Дейността на пенсионното дружество е силно зависима от „външната“ среда (законодателство, политически решения, развитие на конкурентните дружества, развитие на конкурентните форми на спестяване и инвестиране). Ние трябва да оценим влиянието на тези фактори.

В основата на икономическия и финансовия анализ е заложен диалектическият подход към изучаване на причинно-следствените връзки и зависимости между икономическите процеси и явления. Методът на индукцията използваме при прогнозиране разходите за бъдещи периоди. От данните за едно дружество се извеждат изводи за дейността на останалите дружества. Методът на дедукцията използваме при анализа за броя на осигурените лица, които ще имат първа осигурителна вноска във фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване. От данните за пазара се правят изводи за дейността на конкретното дружество. Въз основа на очаквания за развитие на пазара и на съответния фонд определяме размера на изтегляните средства от Доброволен пенсионен фонд. Общият размер на изтегляните средства определяме въз основа на прогнози и предположения за няколко показателя: размер на вноските за календарна година; размер на вноските с данъчни облекчения и вноски без данъчни облекчения; възраст на осигурените лица; размер на данъчните облекчения; размер на еднократния данък при изтегляне на средства преди осигурителен случай с източник - вноски с ползвано данъчно облекчение; размер на изтегляните средства и склонност за получаване на месечна допълнителна пенсия.

Методите за финансов анализ се основават на изискванията за:

- ✓ комплексност в изследването и отразяването на дейността на компанията – т.е. обхващане на всички направления и елементи. Не е коректно да се изследва

дейността само на Доброволния пенсионен фонд и Универсалния пенсионен фонд, без да се подложи на анализ и дейността на Професионалния пенсионен фонд;

- ✓ системност - икономическите и финансовите показатели, процеси, явления и тенденции да се определят в тяхната съпоставимост, субординация, взаимна връзка и влияние. Не е коректен изводът за нисък размер на постиганата доходност при управление на активите на пенсионните фондове съпоставени с резултатите на портфейлите на колективни инвестиционни схеми.

От методите, които най-често се използват при извършването на финансов анализ, за изследване дейността на ПОД използваме следните:

- 1) Метод на сравнението – намира приложение при прогнозиране приходите от управление на собствените средства, прогнозиране на разходите за възнаграждения, и др.
- 2) Метод на групировката – намира приложение при анализа на разходите на предприятието. По логиката на този метод сме групирали дружествата в отделни групи за целите на анализа и изводите от него.
- 3) Метод на детайлизацията – намира приложение при анализа на разходите. Анализът на структурата на разходите предоставя полезна информация за дейността на ПОД.
- 4) Графичен метод – използва се за нагледно представяне структурата на разходите, структурата на приходите и др.

При анализа на финансовите показатели търсим определяне на тенденциите за развитие върху основата на няколко последователни периода. Едни и същи показатели могат да се различават при отделните ПОД поради спецификата на дейността на всяко едно от пенсионните дружества. Така например, различни за всяко дружество могат да бъдат: средният осигурителен доход на осигурените в Универсален пенсионен фонд; средният осигурителен доход на осигурените в Професионален пенсионен фонд; броят лица от общия брой осигурени, за които постъпват вноски в допълнителните задължителни пенсионни фондове; относителният дял на изплащаните средства обратно на НОИ на осигурени в ППФ и пенсионирали се по-рано и получаващи пенсия за ранно пенсиониране от Държавното обществено осигуряване и др.

Не е коректно сравнението на финансовия анализ на дейността на пенсионноосигурително дружество с анализа на други небанкови финансови институции като общозастрахователни, животозастрахователни, здравноосигурителни, лизингови и управляващи дружества или инвестиционни посредници. Липсата на пълна съпоставимост на финансовите показатели се дължи на различната информация и на различната полза, която съдържат финансовите показатели при пенсионноосигурително дружество и при инвестиционни посредници.

В сравнение с други баланси по националните стандарти, при ПОД има специализирани резерви. В актива на баланса те се посочват на позиция „Финансови активи на специализирани резерви“, а в пасива – на позиция „специализирани резерви“. В Отчета за доходите са конкретизирани и отделени разходите за осигурителни и инвестиционни посредници, за банка-попечител и за реклама. Тези четири позиции разходи са включени в позицията „разходи за външни услуги“. Освен това, в ПОД има разделение на финансовите приходи и разходи за инвестиране на собствени средства от тези за инвестиране на специализираните резерви за гарантиране на минимална доходност. В настоящия труд нямаме за цел да извършим задълбочен анализ на приликите и разликите във финансовите отчети на различните финансови институции. Споменаваме тези разлики, за да стигнем до по-коректни и по-прецизни изводи в изследването.

Според нас, след извършване на финансов анализ на дейността на ПОД, най-голяма ползност за оценката на ПОД има информацията от следните показатели:

1. Промяна във финансовия резултат. Необходимо ни е, за да определим дали анализираното дружество следва тенденциите на пазара, как се справя спрямо конкурентите си;
2. Факторен анализ на финансовия резултат. Необходимо ни е, за да разберем източниците на финансовия резултат – каква част се дължи на основната дейност и каква част на управление на собствените средства;
3. Динамика на приходите от такси и удържки. Въз основа на данните за тези приходи ще сравним ръста на приходите от такси и удържки със средния за пазара;
4. Факторен анализ на структурата на приходите от такси и удържки. Този анализ ще ни даде представа какъв е приносът на всеки фонд и на всеки вид такса в общите приходи от такси и удържки. По-долу в изследването ще обосновем

защо считаме, че по-важен за развитието на дадено ПОД е Универсалният пенсионен фонд отколкото Професионалният пенсионен фонд;

5. Капиталова адекватност. Предоставя информация за гъвкавостта в решенията на ПОД и за възможностите му за бързо и значително увеличение на разходите при необходимост;
6. Динамика на активите във ФДПО. Стойностите за анализираното дружество сравняваме със средните за пазара. Помага ни да прогнозираме по-точно бъдещото развитие на ПОД;
7. Структурен анализ на активите във ФДПО (относителни дялове на активите на отделните видове фондове в общия обем управлявани активи, относителен дял на активите с източник работодателски вноски и др.). Тази информация ни помага да прогнозираме по-точно развитието на анализираното ПОД;
8. Динамика на разходите – пряко не се изчислява от КФН, но може да се изведе като се сравнят данните от различни периоди. Необходим ни е, за да преценим дали ръстът на разходите е обоснован, има ли разходи, които биха могли да се намалят без да попречат в пазарното развитие на дружеството;
9. Структура на разходите – пряко не се изчислява от КФН, но може да се изведе с помощта на допълнителни изчисления. Показва ни зависимостта на ПОД от фиксираният разход и гъвкавостта на дружеството при неблагоприятни промени на пазара;
10. Динамика на приходите – пряко не се изчислява от КФН, но може да се изведе като се сравнят данните от различни периоди. Ръстът на приходите за анализираното дружество сравняваме със средния за пазара и с ръста на разходите.
11. Съотношения между приходите и разходите – показателят „ефективност на дейността на ПОД“ се изчислява от КФН. Предоставя ни информация за величината на приходите спрямо разходите и може да се сравни със средния за пазара и за останалите ПОД.

Информацията от тези показатели използваме при прогнозиране развитието на анализираното дружество, което развитие пряко влияе върху оценката му.

Чрез финансово-икономическият анализ ние искаме да разкрием процесите и явленията, които протичат в пенсионноосигурителното дружество. Анализът на тези

процеси и явления ще ни предостави информация, която ще използваме за прогнозиране на бъдещите парични потоци и на активите на ПОД.

В следващите три таблици анализираме информация за финансовото състояние на пенсионните дружества за период от пет години – за периода от 2016 г. до 2020 г. включително.

Таблица № 13а.

Финансови показатели на пенсионноосигурителните дружества в България за периода
2016 г. – 2020 г.

ПОД	ПОК "ДОВЕРИЕ" АД					ПОК "СЪГЛАСИЕ" АД					ПОК "ДСК-РОДИНА" АД				
Период Финансови показатели	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Общо приходи в т.ч.	40 711	43 027	41 544	44 478	48 037	36 261	26 529	24 215	31 539	33 090	22 799	26 881	27 066	30 020	32 778
Приходи от такси и удържки	36 290	39 091	39 089	41 042	43 582	16 760	17 541	17 674	18 501	19 381	20 013	23 655	25 254	27 624	31 050
Дял на приходи от такси и удържки от общо приходи	89%	91%	94%	92%	91%	46%	66%	73%	59%	59%	88%	88%	93%	92%	95%
Приходи от управление на собствени средства	2 256	1 942	907	1 111	1 132	8 526	4 329	2 318	6 890	6 817	1 931	2 214	1 032	1 214	272
Общо разходи в т.ч.	24 585	26 007	25 582	27 264	29 878	29 074	20 718	19 274	26 577	29 377	13 827	15 420	13 442	18 207	20 654
Разходи за управление на собствени средства	1 053	530	1 178	626	913	3 153	4 252	2 175	3 948	5 699	669	385	1 087	343	409
Дял на разходи за управление на собствени средства от общо разходи	4%	2%	5%	2%	3%	11%	21%	11%	15%	19%	5%	2%	8%	2%	2%
Финансов резултат преди данъци	16 126	17 020	15 962	17 214	18 159	7 187	5 811	4 941	4 962	3 713	8 972	11 461	13 624	11 813	12 124
Финансов резултат спрямо общо приходи	40%	40%	38%	39%	38%	20%	22%	20%	16%	11%	39%	43%	50%	39%	37%
Нетен финансов резултат	16 126	15 306	15 962	15 479	16 336	7 187	5 811	4 941	4 404	3 337	8 075	10 312	12 262	10 630	10 897

Източник: КФН, www.fsc.bg

Таблица № 13б.

Финансови показатели на пенсионноосигурителните дружества в България за периода
2016 г. – 2020 г.

Пенсионноосигурително дружество	ПОД "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ" АД					"ЕНЕН ПОД" ЕАД					ПОАД "ЦКБ-СИЛА"				
Период Финансови показатели	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Общо приходи в т.ч.	33 633	36 995	35 078	40 272	40 729	16 769	16 968	16 701	18 342	20 789	25 233	26 554	29 929	23 520	30 135
Приходи от такси и удържки	31 397	35 288	33 448	38 818	37 864	14 734	16 107	15 624	17 898	18 672	14 019	14 692	14 779	15 787	16 667
Дял на приходи от такси и удържки от общо приходи	93%	95%	95%	96%	93%	88%	95%	94%	98%	90%	56%	55%	49%	67%	55%
Приходи от управление на собствени средства	1 114	602	654	753	1 525	1 181	362	273	175	766	9 980	10 849	9 862	5 912	9 926
Общо разходи в т.ч.	16 284	19 490	18 696	22 042	20 380	11 821	11 729	12 818	15 420	16 340	14 674	16 434	19 790	19 603	27 592
Разходи за управление на собствени средства	614	1 520	516	241	775	450	35	153	84	727	5 295	6 622	8 312	5 903	12 861
Дял на разходи за управление на собствени средства от общо разходи	4%	8%	3%	1%	4%	4%	0%	1%	1%	4%	36%	40%	42%	30%	47%
Финансов резултат преди данъци	17 349	17 505	16 382	18 230	20 349	4 948	5 239	3 883	2 922	4 449	10 559	10 120	10 139	3 917	2 543
Финансов резултат спрямо общо приходи	52%	47%	47%	45%	50%	30%	31%	23%	16%	21%	42%	38%	34%	17%	8%
Нетен финансов резултат	15 560	15 765	14 797	16 410	18 298	4 413	4 721	3 458	2 577	3 967	9 748	9 369	9 170	3 446	2 349

Източник: КФН, www.fsc.bg

Таблица № 13в.

Финансови показатели на пенсионноосигурителните дружества в България за периода
2016 г. – 2020 г.

ПОД	ПОД "БЪДЕЩЕ" АД					ПОД "ГОПИНА" АД					"ПЕНСИОННО ОСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД					ОБЩО				
Период Финансови показатели	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Общо приходи в т.ч.	3 942	4 380	4 794	5 227	5 617	2 349	2 624	2 679	3 616	3 794	1 925	2 214	2 317	2 346	2 369	183 622	186 172	184 323	199 360	217 338
Приходи от такси и удържки	3 724	4 130	4 562	5 003	5 322	2 163	2 432	2 532	2 876	3 036	1 881	2 188	2 295	2 326	2 336	140 981	155 124	155 257	169 875	177 910
Дял на приходи от такси и удържки от общо приходи	94%	94%	95%	96%	95%	92%	93%	95%	80%	80%	98%	99%	99%	99%	99%	77%	83%	84%	85%	82%
Приходи от управление на собствени средства	150	164	130	190	259	96	89	40	560	513	34	18	18	15	27	25 268	20 569	15 234	16 820	21 237
Общо разходи в т.ч.	3 090	3 606	4 708	4 463	4 998	2 864	2 722	3 087	3 669	4 072	1 728	2 049	2 150	1 902	1 820	117 947	118 175	119 547	139 147	155 111
Разходи за управление на собствени средства	33	21	21	110	208	48	25	44	28	95	4	0	0	13	5	11 319	13 390	13 486	11 296	21 692
Дял на разходи за управление на собствени средства от общо разходи	1%	1%	0%	2%	4%	2%	1%	1%	1%	2%	0%	0%	0%	1%	0%	10%	11%	11%	8%	14%
Финансов резултат преди данъци	852	774	86	764	619	-515	-98	-408	-53	-278	197	165	167	444	549	65 675	67 997	64 776	60 213	62 227
Финансов резултат спрямо общо приходи	22%	18%	2%	15%	11%	-22%	-4%	-15%	-1%	-7%	10%	7%	7%	19%	23%	36%	37%	35%	30%	29%
Нетен финансов резултат	852	686	86	764	555	-515	-98	-408	-53	-278	197	165	167	444	494	61 643	62 037	60 435	54 101	55 955

Източник: КФН, www.fsc.bg

Информацията от трите таблици по-горе показва висока възвръщаемост от дейността на ПОД. Годишната възвръщаемост /финансов резултат преди данъци спрямо общо приходи/ достига 50% при някои от дружествата. ПОД могат да бъдат разделени на две групи според финансовите си резултати. Първата група е от шестте „стари“ дружества /ПОК Доверие, ПОК Съгласие, ПОК ДСК-Родина, ПОД Алианц България,

ПОД ОББ и ПОАД ЦКБ-Сила/ – извършващи дейност още от 1994-1998 г. и участвали в първоначалното разпределение на пазара на допълнителното задължително пенсионно осигуряване. Дружествата от тази първа група реализират годишна възвръщаемост между 20% и 50% за анализирания период. Втората група е от трите „нови“ дружества /ПОД Бъдеще, ПОД Топлина и Пенсионноосигурителен институт/, които стартираха дейност след първоначалното разпределение на пазара на допълнително задължително пенсионно осигуряване. Дружествата от втората група реализират годишна възвръщаемост до 20%. Едно от тях отчита отрицателен финансов резултат през всяка една от петте години. Пандемията от Ковид-19 от месец февруари 2020 г. се отразява негативно на финансовите резултати на всички ПОД.

Друго обстоятелство, което е за отбелязване е, че приходите от такси и удръжки са източникът със значителен дял от общите приходи на ПОД. Средната стойност за петте години е 82%, като при две от ПОД този дял е значително по-нисък – 57% при ПОАД ЦКБ – Сила и 61% при ПОК Съгласие. Средният дял при останалите седем ПОД е 93%.

Финансово-икономическият анализ ни помага да определим онези методи за оценка на ПОД, които носят най-голяма „информативност“ за справедливата цена на пенсионни дружества. Според повечето автори (Джеймс Зукин³⁴, Илия Гуевски³⁵, Димитър Ненков³⁶) оценката на цяло предприятие може да се извърши на основата на три подхода:

- ✓ Подход на основата на активите;
- ✓ Подход на основата на доходите (използва се още приходен подход или подход на база на доходността);
- ✓ Подход на основата на пазарните сравнения (среща се още под наименованията „пазарен подход“ или „подход на предприятията аналози“).

Други автори (Асуат Дамодаран)³⁷ формулират друг подход - на базата на оценката на пазарните опции. Този подход се основава на оценка чрез дисконтиране на бъдещи ползи.

³⁴ Zukin, J. H., “Financial Valuation: Business and Business Interests”, Warren Gorham Lamont, 1990, p. 2-27

³⁵ Гуевски, И., „Програма и методика за оценка на цели предприятия”, София, 2001 г., с. 78

³⁶ Ненков, Д., “Оценка на инвестициите в реални активи”, УИ „Стопанство”, София, 2005 г., с. 34

³⁷ Damodaran, A., “Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, John Wiley & Sons, New York, 2002, p. 11

При оценката на ПОД подлагаме на анализ приложимостта на разпространените в практиката методи, които се прилагат при извършването на приватизационни оценки³⁸:

1. Нетна стойност на активите;
2. Ликвидационна стойност;
3. Дисконтираните парични потоци;
4. Използване на пазарни множители или оценяване по аналог;
5. Други методи, прилагани в световната практика;
6. Използване на комбинация от методите по т. 1–5.

При подбора на метод за оценка на ПОД се ръководим от избора на онзи метод, който в най-голяма степен да отчете спецификата на дейността на ПОД.

Спецификите в дейността на ПОД, произтичащи от дейността по допълнително пенсионно осигуряване бяха анализирани по-горе в изследването. В точка 2 от настоящата Глава Втора анализираме влиянието на тези специфики върху паричните потоци на ПОД. Показваме отражението на спецификите на дейността на ПОД върху икономическите и финансови основи на оценката на ПОД. В изследването достигаме до извода, че определящо за финансовото състояние на ПОД не са активите, притежавани от дружеството, а паричните потоци от и към дружеството. Ето защо приемаме, че най-коректни за оценката на ПОД са онези методи за оценка, които се основават на анализа на паричните потоци и на предприятия-аналози.

2. Парични потоци на пенсионноосигурителното дружество

Правилно според нас се смята, че главна цел на финансовия мениджмънт е максимизиране стойността за собствениците на предприятието.³⁹ С помощта на финансовия анализ и оценката изследваме до каква степен е изпълнена тази главна цел.

Най-общо, в икономическата литература, оценяването се формулира като процес на изразяване на стопанските дейности в пари, в резултат на което се установява

³⁸ Наредба за анализите на правното състояние и приватизационните оценки и за условията и реда за лицензиране на оценители

³⁹ Брусарски, Р., „Анализ и оценка на инвестиционни проекти. Инвестиционен избор”, Материали за семинар, Университет Делуаеър, ФЛАГ Консорциум, София, 2003 г., с. 2, Ненков, Д., “Оценка на инвестициите в реални активи”, Университетско издателство „Стопанство”, София, 2005 г., с. 23, Ненков, Д., (2015). “Определяне на стойността на компаниите”, Издателски комплекс-УНСС, София, 2015, с. 11

стойността на оценявания обект.⁴⁰ При дейността на ПОД определяме характеристиките на стопанските дейности и след това остойностяваме тези дейности.

От друга страна, оценяването⁴¹ се дефинира като „процес за определяне стойността на инвестиционни бизнес обекти, т.е. на обекти, в които се инвестира определен начален капитал с цел получаването на потоци от бъдещи доходи (чисти парични приходи) от дейността им”. Този подход използваме, когато разглеждаме оценката на ПОД от гледна точка закупуване на работещо дружество.

В литературата (Р. Брусарски) се застъпва мнението, че „пазарната стойност е функция от способността на фирмата да създава доход (възвръщаемост) и от непостоянството на този доход във времето (риск)”⁴². Тази теза бихме подкрепили при оценката на ПОД, ако възприемем, че непостоянството на дохода във времето е в резултат на неяснотата на действието на факторите, които определихме, че въздействат върху дейността на ПОД.

В. Касърова счита, че „фундаментални характеристики, присъщи на оценяваното предприятие са: стойността на активите на предприятието; очакваните бъдещи доходи; очаквания растеж в бъдеще; качеството на управлението; очакваните бъдещи дивиденди”.⁴³

Както бе показано в точка 1 от Глава Първа, дейността на ПОД се характеризира с множество специфики. Ще се спрем на някои от тях, за да покажем как тези специфики влияят върху паричните потоци на пенсионноосигурителните дружества.

В КСО изчерпателно са изброени възможните източници на приходи на ПОД (чл. 123д, ал.1):

1. Такси и удръжки.
2. Доход от управление на собствените активи.

Също така изчерпателно са посочени видовете такси и удръжки, както и техните максимални размери, които ПОД могат да удържат от вноските или от средствата по индивидуалната партида на всяко осигурено лице.

⁴⁰ Орхаева, М., Е. Гонгалова и И. Николов, “Оценка на предприятия”, Издателство „Линде”, София, 1995 г., с. 8

⁴¹ Христович, Н., “Наръчник по бизнесоценяване”, „ФинСис”, София, 1993 г., с. 1

⁴² Брусарски, Р., „Анализ и оценка на инвестиционни проекти. Инвестиционен избор”, Материали за семинар, Университет Делуаеър, ФЛАГ Консорциум, София, 2003 г., с. 2

⁴³ Касърова, В., “Бизнес оценяване”, Сборник материали за курс на обучение, „Университет Делуаеър”, „Флаг Консорциум”, София, 2003 г., с. 11

Видове и максимален размер на таксите и удръжките в полза на ПОД

вид	допълнително задължително пенсионно осигуряване	допълнително доброволно пенсионно осигуряване
удръжка при постъпване във Фонда на всяка осигурителна вноска	до 3.75 % от осигурителната вноска	до 7 % от осигурителната вноска
инвестиционна такса	до 0.75 % от нетните активи на фонда	до 10 % от постигнатата доходност
инвестиционна такса	до 0.5 % от нетните активи на фонда за изплащане на пожизнени пенсии по чл. 192а и на фонда за разсрочени плащания по чл. 192б	до 10 % от постигнатата доходност
встъпителна такса за откриване на индивидуална партия	няма	до 10 лв.
такса за изтегляне преди осигурителен случай	няма	до 20 лв.

Източник: КСО

Конкретните размери на таксите и удръжките се определят в правилника за организацията и дейността на съответния пенсионен фонд.

Спецификата на дейността по допълнително пенсионно осигуряване налага ПОД да извършва определени разходи относно:

- ✓ Организиране на работата на попечителски и консултативни съвети;
- ✓ Поддържане на висококвалифицирани служители като отговорен актюер, инвестиционен консултант, служители в служба „Вътрешен контрол”, служител по оценка и управление на риска. На практика, системата от регулации налага поддържането на екип от квалифицирани служители в областите на: управление на портфейли, риск мениджмънт, актюерство, информационни технологии, финансов мениджмънт, право, счетоводство, продажби, маркетинг, вътрешен одит, вътрешен контрол и обработка на документи;
- ✓ Поддържането на ежедневна и периодична отчетност;
- ✓ Поддържането на минимален капитал;
- ✓ Заделянето на специализирани резерви.

Според нас се получава интересна ситуация относно приходите и разходите на ПОД:

- ✓ Дейността е дългосрочна, т.е. приходите са предвидими за дълъг период от време;
- ✓ Приходите са ограничени по размер;
- ✓ Основният размер на разходите се извършва през първите години от създаване и развитие на ПОД;
- ✓ Разходите в голямата си част са фиксирани. Тези, които са променливи надвишават приходите от членството на едно осигурено лице за повече от две години.

Ефектът от така описаната ситуация е съсредоточаване на високи разходи при първоначалното набиране на осигурени лица и нарастващи положителни потоци за дълъг период от време. Потвърждава се изводът, който може да се направи и от практиката, че дружествата инвестирали значителен ресурс при първоначалното привличане на осигурени лица и придобили голям пазарен дял по осигурени лица имат големи положителни парични потоци след 4-5 години.

Нашият извод е, че това води до голяма степен на предвидимост и ниската степен на риск при прогнозиране на приходите на ПОД.

Най-важният източник на паричните потоци на ПОД са приходите от такси и удръжки. На следващите две таблици са показани приходите от такси и удръжки в полза на ПОД по видове и по фондове за 2020 г. Прави впечатление, че най-голям относителен дял в общите приходи от такси и удръжки на всяко ПОД има инвестиционната такса от УПФ. Това е обяснимо, предвид обстоятелството, че в УПФ са най-високите натрупани средства от четирите вида фондове. Втори по значимост е приходът от удръжката от постъпващите осигурителни вноски в УПФ. Съответно трети и четвърти по значимост са приходите от инвестиционната такса и удръжката от осигурителните вноски в ППФ. Приходите от организация и управление на ДПФ и ДПФПС заемат местата след 4-о поради по-малките постъпления от осигурителни вноски, натрупани средства и активни осигурени лица.

Таблица № 15а.

Приходи от такси и удръжки по пенсионноосигурителни дружества, фондове за допълнително пенсионно осигуряване и видове за 2020 г. /в хил. лв./

ПОД ФДПО Видове такси и удържки	ПОК "ДОВЕРИЕ" АД			ПОК "СЪГЛАСИЕ" АД			ПОК "ДСК-РОДИНА" АД				ПОД "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ" АД			"ЕН ЕН ПОД" ЕАД		
	УПФ	ППФ	ДПФ	УПФ	ППФ	ДПФ	УПФ	ППФ	ДПФ	ДПФП С	УПФ	ППФ	ДПФ	УПФ	ППФ	ДПФ
Удръжка от осигурителната вноски	13 726	899	262	5 928	712	101	9 798	700	652	81	12 003	702	1 041	5 893	357	454
Инвестиционна такса	26 214	2 092	363	11 012	1 483	136	17 908	1 490	175	60	21 379	1 581	1 103	10 888	659	411
Еднократна въстпителна такса, такса при промяна на участие и други такси	0	0	26	0	0	9	0	0	169	17	0	0	55	0	0	10
Общо	39 940	2 991	651	16 940	2 195	246	27 706	2 190	996	158	33 382	2 283	2 199	16 781	1 016	875

Източник: КФН

Таблица № 156.

Приходи от такси и удържки по пенсионноосигурителни дружества, фондове за допълнително пенсионно осигуряване и видове за 2020 г. /в хил. лв./

ПОД ФДПО Видове такси и удържки	ПОАД "ЦКБ-СИЛА"			ПОД "БЪДЕЩЕ" АД			ПОД "ТОПЛИНА" АД			"ПЕНСИОННО ОСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД			ОБЩО			
	УПФ	ППФ	ДПФ	УПФ	ППФ	ДПФ	УПФ	ППФ	ДПФ	УПФ	ППФ	ДПФ	УПФ	ППФ	ДПФ	ДПФП С
Удръжка от осигурителната вноски	5 187	496	179	2 289	202	2	972	269	36	923	126	3	56 719	4 463	2 730	81
Инвестиционна такса	9 459	991	337	2 606	221	2	1 308	411	38	1 128	156	0	101 902	9 084	2 565	60
Еднократна въстпителна такса, такса при промяна на участие и други такси	0	0	18	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	289	17
Общо	14 646	1 487	534	4 895	423	4	2 280	680	76	2 051	282	3	158 621	13 547	5 584	158

Източник: КФН

От информацията в таблиците по-горе прави впечатление значителният дял на таксите и удържките от управление на УПФ спрямо другите три вида фонда – Професионален, Доброволен и Доброволен по професионални схеми. Това ни дава основание, да изведем извода, че с оглед оценяването на ПОД и анализа на неговата способност да генерира възвръщаемост е по-важно анализатора да вземе предвид пазарният дял на анализираното дружество по приходи от такси и удържки. Това обстоятелство се обяснява с пряката връзка на размера на паричните потоци с приходите от такси и удържки. В този смисъл, пазарният дял по приходи от такси и удържки е по-важен отколкото пазарния дял по осигурени лица, с оглед оценяването на пенсионно дружество.

Когато разглеждаме паричните потоци на пенсионната компания, трябва да вземем предвид какви задължения произтичат от регулаторната рамка. Пенсионноосигурителното дружество следва да отговаря на разпоредбите на Наредбата за изискванията към границата на платежоспособност и собствените средства на пенсионноосигурителното дружество, към неговата оздравителна програма и към минималните ликвидни средства на дружеството и на управляваните от него фондове.

Пенсионноосигурителното дружество създава и поддържа резерви съгласно Търговския закон, Наредбата за резервите на пенсионноосигурителните дружества за гарантиране на brutния размер на вноските в универсалните пенсионни фондове, Наредбата за пенсионните резерви и резервите за гарантиране изплащането на пожизнени пенсии и Наредбата за начина и реда за определяне на минималната доходност при управление на активите на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване, за покриване на разликата до минималната доходност и за формиране и използване на резервите за гарантиране на минималната доходност.

При оценката на ПОД отчитаме създадените резерви и вероятността да се прибегне до тяхното използване - най-вече резервът за гарантиране на минималната доходност. Минималната доходност зависи от среднопретеглената доходност на фондовете от един вид, изчислена на годишна база, но с данните за последните 24 месеца.

Важен момент при анализа на паричните потоци е дългосрочният характер на дейността на ПОД. В допълнителните пенсионни фондове, които ПОД управлява има сигурни постъпления от осигурителни вноски. Т.е. в голяма степен има предвидимост на таксите и удръжките в полза на ПОД, които са с източник вноските във фондовете и активите на фондовете. Таксите са малък процент от размера на вноската, поради което ако разглеждаме дейността на ПОД за кратък период от време, 10 години например, рискуваме да подценим стойността на дружеството. Взимайки дълъг период от време, ние следва да определим стойността на бъдещите нетни парични потоци към днешна стойност. Ето защо използваме метода на дисконтираните бъдещите парични потоци, като използваме терминална стойност за следпрогнознния период.

Следвайки тази логика, стигаме до извода, че моделът за определяне оценката на ПОД следва да се основава на метода на дисконтираните парични потоци, като намаляваме риска от грешки при прогнозиране на дейността чрез сравняването с предприятия-еталони. Предвид недостатъците на този метод, приехме, че към него добавяме и метода на предприятията-аналог, за да формираме крайна цена, която да бъде

възможно най-близо до справедливата пазарна стойност. Ето защо е необходимо да се прогнозира входящите и изходящите парични потоци в ПОД. Тези потоци зависят основно от управлението на допълнителните пенсионни фондове и от управлението на собствените активи на дружеството. По-съществената част при анализа е да се прогнозира развитието на допълнителните пенсионни фондове, тъй като това е основният фактор за паричните потоци от и към пенсионната компания. В допълнение, анализираме оценки на компании от бранша, за да получим пазарни множители на основата на които да изведем и цена по метода на предприятия-аналог.

При разработване на системата от показатели и техники използваме данни за предходни периоди и предположения за стойности на показатели, които участват в изчисленията. Предположенията се основават на статистически данни и тенденции, на явления и тенденции в икономиката на страната, на експертни мнения, на формирани се очаквания на пазара на допълнително пенсионно осигуряване.

Прогнозата на паричните потоци е част от стъпките, въз основа на които извършваме оценката на ПОД. Логиката, която следваме е следната: определяме инвестиционния хоризонт; прогнозираме развитието на пазара на допълнително пенсионно осигуряване; прогнозираме развитието на всеки един от трите допълнителни пенсионни фонда, управлявани от анализираното дружество; прогнозираме приходите и разходите на дружеството; определяме размера на нормата на дисконтиране; определяме размера на темпа на постоянен растеж на паричните потоци на ПОД; изчисляваме стойността на ПОД в следпрогнозния период; определяме нетните парични потоци по години за ПОД; отчитаме паричните средства на анализираното дружество; сравняваме така определената стойност с тези от извършените оценки на компании от бранша.

От избора на инвестиционен хоризонт зависи до голяма степен размера на стойността на ПОД. При различни оценки на администраторите на пенсионно осигуряване инвестиционният хоризонт варира от 5 до 75 години. В САЩ инвестиционен хоризонт от 75 години се смята за нормален за пенсионните фондове и изчисленията на експертите относно пенсионното осигуряване се извършват именно в този хоризонт (например Администрацията по социално осигуряване в САЩ). Някои експерти дори предпочитат да се използва безкраен хоризонт, когато се говори за социална система и социално осигуряване (Кент Сметерс)⁴⁴. Твърдението си Кент

⁴⁴ Wharton School of the University of Pennsylvania, "Is social security in trouble? Depends on whom you ask", <http://knowledge.wharton.upenn.edu/>, p. 2

Сметерс подкрепя със следния факт: през 1983 г. комисия начело с Алан Грийнспан предлага поредица от мерки и прогнози за развитието на системата за социално осигуряване в САЩ. През 2005 г. 60 % от проблемите, пред които са изправени в САЩ, са породени от хоризонта от 75 г., който е използван при анализите и прогнозите на Комисията отпреди 22 години. Трудностите произтичат от факта, че е необходимо да се прогнозира нещо за след 100 години. В актюерските оценки НОИ използва 3 години за краткосрочен период и 50 години за дългосрочен.

Избраният период зависи най-вече от вижданията на анализатора и на този, който е възложил оценката. Хоризонт от 75 години за България е много дълъг на този етап от развитието на страната и на пазара на допълнително пенсионно осигуряване. Причината е, че все още несигурността относно развитието на пазара е сравнително голяма. Тази несигурност най-вече се отнася за развитието на осигуряването в Универсални и в Доброволния пенсионен фонд. Важно при анализа на способността на дружеството и управляваните от него пенсионни фондове да генерират положителни парични потоци е да се знае колко дълъг е животът на пенсионните фондове. Съгласно чл. 133 и чл. 214 от КСО пенсионните фондове се създават за неопределен срок. Това се потвърждава и от Указанията на Комисията за финансов надзор за прилагане на чл. 145 и чл. 218 от КСО относно реда и документите за издаване на разрешение за управление на фонд за допълнително пенсионно осигуряване.

При избора на инвестиционен хоризонт се ръководим от следните фактори и критерии:

- ✓ цел на извършваната оценка – при стратегическа инвестиция хоризонтът е по-дълъг в сравнение с инвестиция, която е със спекулативна цел за покупка и краткосрочна продажба за реализиране на висока възвръщаемост;
- ✓ очаквания на акционерите за развитие на икономиката и на пазара;
- ✓ очаквания на акционерите за развитие на пенсионното дружество;
- ✓ каква е възможността да се съставят точни и надеждни прогнози за развитието на всеки един от трите допълнителни пенсионни фондове;
- ✓ доколко се преценява за стабилно и предвидимо законодателството засягащо дейността на пенсионното дружество.

Въз основа на анализа обосноваваме използването на безкраен инвестиционен хоризонт за оценката на ПОД, като го разделяме на две – за детайлните прогнози - пет години, а за след тези пет години изчисляваме терминална стойност. Изборът на

прогнозният период, т.е. периодът с детайлни прогнози на паричните потоци на ПОД, е от значение за оценката на ПОД, тъй като пряко влияние върху изчисляваната стойност. През последните години в България при оценката на предприятие, извършвана от анализатори в инвестиционни посредници, управляващи дружества и пенсионни компании, се утвърди прогнозен период от 3-5 години. Тази продължителност на периода е отчетена и от И. Гувески (5-7 години) и В. Касърова (3-5 години).

Терминалната стойност е стойността на компанията в края на прогнозния период. Формулата, която използваме за изчисляване на терминалната стойност е:

$$(2) \quad TV = \frac{FCF_{n+1}}{r_n - g_n},$$

където:

g_n - постоянният темп на растеж на компанията;

TV - стойността на свободните парични потоци в началото на втория период на устойчив ръст или т.н. терминална стойност;

r_n - нормата на дисконтиране през следпрогнозния период.

Настоящата стойност на бъдещите чисти парични потоци определяме по следната формула:

$$(3) \quad P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n},$$

където:

P_0 - настоящата стойност на чистите парични потоци;

FCF_t - чистите парични потоци през година t ;

r - нормата на дисконтиране през прогнозния период.

Важен елемент от прогнозата на паричните потоци са очакванията ни за развитието на пазара на допълнително пенсионно осигуряване. Първата ни задача е да определим броят на осигурените лица в съответните видове фондове общо за пазара. За тази цел търсим какъв е потенциалът за пазара във всеки от трите фонда.

Потенциалът от осигурени лица в ДПФ са лицата на възраст между 16 и 60 години. Допускането за възраст само до 60 години не е съвсем коректно, защото в ДПФ дори има новоосигурени лица на възраст над 60 години. Ето защо потенциал за ДПФ са и лицата

над 60 г. Разликата с другата съвкупност от потенциални осигурени лица е малкият относителен дял на осигурените лица на тази възраст от общата група от лица над 60 г. Възможните осигурени лица от тази възрастова група отчитаме при определяне на броя на осигурените лица за всяко ПОД. Считаме, че част от влизащите в групата на работещите ще се осигуряват доброволно или ще бъдат осигурявани от осигурител в ДПФ. От друга страна за доброволна пенсия може да започнат да се осигуряват и лица, които не са членове на УПФ или от сегашните членове на УПФ. Очакванията за развитие на фонда се основават на тенденциите и процесите, започнали в предходни периоди и перспективите за развитие на анализирания фонд.

Логично, е в зависимост от целта на оценката да се извършат корекции в така определените осигурени лица. Например, в случаите когато оценката се извършва по повод придобиване на ново дружество считаме, че следва да се предвиди намаление в броя на осигурените лица в съответните фондове след покупката на «старото» дружеството от «новото» дружество. Осигурените лица се намаляват с определен процент, който процент отразява особеността, че по време на преобразуване на ПОД и в първоначалните месеци след това една част от осигурените лица ще се прехвърлят в съответни пенсионни фондове, управлявани от други ПОД. Три от най-вероятните причини са: несъгласие с преобразуването; завишена активност на конкурентни ПОД и поради спецификата на дейността, че част от членовете на съответните фондове са свързани или са служители на свързани лица с предишните акционери.

След като сме определили осигурените лица, изчисляваме среден размер на месечната вноска в съответните фондове. И в трите фонда средният осигурителен доход, оттам и средната месечна вноска, се коригира за анализираното дружество. Това се прави на база на исторически данни, отчитайки очакванията за развитие на съответното дружество, както и на основа на структурата на осигурените лица в анализираното ПОД.

Предположенията за размер на вноската в ДПФ се основават на допускането, че за данъчните облекчения ще се запази режимът валиден за предходните години – както в Закона за данъците върху доходите на физическите лица, така и в Закона за корпоративното подоходно облагане. Въз основа на статистиката на КФН за брой осигурени лица и постъпления от вноски в ДПФ определяме средния размер на вноската в ДПФ. За разлика от допълнителните задължителни пенсионни фондове, при ДПФ не е много коректно да се определи среден осигурителен доход на едно осигурено лице. В ДПФ съществува смесване на месечни вноски, годишни вноски и еднократни вноски.

Ако за годишните вноски може с известни резерви да се твърди, че са в размер 10-12 пъти месечни вноски, то при еднократните вноски се забелязва изключително голяма разлика – съществуват еднократни вноски в размер от 2 000 лв. до над 200 000 лв. Освен това, в статистиката на КФН за пазара липсва информация отделно за трите вида вноски и за броя на осигурени лица по видове вноски. Ето защо при определяне на размера на средната вноска в ДПФ сме отчели спецификата в дейността на всяко дружество, неговите силни и слаби страни. Например, ДПФ «ОББ», ДПФ «ДСК-Родина» и ДПФ «Алианц България» привличат лица с високи месечни, годишни и еднократни вноски и затова средните вноски при тях са по-високи от средните вноски за останалите ДПФ. При други фондове преобладават вноските от работодател, комбинирани с лични месечни вноски в малък размер.

След като сме определили размера на процента на осигурителната вноска в ДЗПО трябва да прогнозираме средния осигурителен доход, върху който се начисляват задължителните вноски. Осигурителният доход на осигурените лица в УПФ и в ППФ е по-висок от средния за страната. Освен обяснението, че средният осигурителен доход на работещите на възраст между 25 г. и 47 г. е по-висок от средния осигурителен доход на работещите на възраст над 47 г. е трудно да намерим друга логическа причина за това явление. Това обяснение стъпва на твърдението, че преобладаващата част от лицата с нисък осигурителен доход (зеделски производители, тютюнопроизводители, самоосигуряващи се) са на възраст над 47 г. Средният осигурителен доход за ППФ е логично да бъде по-висок от средния осигурителен доход за УПФ. Основната причина е, че заетите в условията на първа и втора категория труд получават по-високи официални трудови възнаграждения от средните за страната, поради по-тежките и по-нездравословни условия на труд.

Разсъждавайки за развитието на пазара на допълнително пенсионно осигуряване е добре да разберем какво мисли клиентът. Информация за обществените нагласи можем да получим от изследванията на общественото мнение, провеждани във връзка с развитието на допълнителното пенсионно осигуряване. Едно от проведените изследвания⁴⁵, показва че предпочитаният размер на вноската в Доброволен пенсионен фонд е 15 лв. Изследването е проведено сред граждани, които правят лични вноски за доброволно пенсионно осигуряване. Други интересни данни са: осигурените лица в ДПФ от населението в големите градове на страната представляват 56 % от осигуряващите се

⁴⁵ Изследване на BBSS Gallup International, <http://www.gallup-bbss.com/>

с лични вноски; стартът на осигуряване е 28 години; осигурените лица с доходи до 300 лв. представляват най-голям дял от клиентите с лични вноски – 40 %, като лицата с доходи между 300 лв. и 500 лв. представляват 35 % от осигуряващите се и останалите 25 % са лица с доходи над 500 лв.; 40 % от осигуряващите се в ДПФ с лични вноски са лица с висше образование. Интерес представляват посочените от запитаните основни причини за избор на доброволно осигуряване като форма на спестяване и избора на фонд:

- ✓ Сигурност – 53 % от запитаните;
- ✓ Добра репутация на ПОД – 52 % от запитаните;
- ✓ Информация за състоянието по ИП – 34 % от запитаните;
- ✓ Доходност – 27 % от запитаните;
- ✓ Наличие на развита клонова мрежа – 18 % от запитаните;
- ✓ Коректно отношение към клиента – 18 % от запитаните.

Дотук можем да очакваме, че в бъдеще качествено обслужване на осигурените лица изисква покриване на цялата страна с териториални представители на ПОД. Това от една страна предоставя конкурентно предимство на дружествата, които вече разполагат с подобна териториална мрежа. От друга страна, означава че ПОД, които не разполагат с пълна териториална мрежа, или ще бъдат принудени да извършат разходи за нейното създаване или ще губят пазарни позиции и ще имат пропуснати ползи. Потвърждение на този извод можем да намерим в действията на ПОД „Алианц България“ от началото на 2007 г., когато дружеството предприе мерки за изграждане на професионална мрежа за продажба на пенсионни продукти и обслужване на осигурени лица. До края на 2006 г. ПОД „Алианц България“ основно разчиташе на мрежата на застрахователните компании и банката, които са в групата на „Алианц България Холдинг“.

Трета стъпка е да определим осигурителните плащания за годината. При прогнозиране на осигурителните плащания използваме историческите данни до края на предходната година и взимаме предвид очакванията за придобиване право на пенсия от четирите допълнителни пенсионни фонда. Ръстът в осигурителните плащания за следващите години отразява ръста на активите на съответния пенсионен фонд.

Четвърта стъпка е да прогнозираме специализираните резерви на ПОД за резерви за гарантиране на минималната доходност и изплащането на пожизнени пенсии. Прогнозирането разделяме на две: за гарантиране на минималната доходност в УПФ и ППФ и за гарантиране изплащането на пожизнени пенсии в УПФ и ДПФ.

Следваща стъпка за прогнозиране на паричните потоци е анализ на развитието на допълнителните пенсионни фондове, управлявани от анализираното ПОД. Развитието на пазара не ни е достатъчна основа за извеждане на паричните потоци на ПОД. За да определим приходите и разходите на ПОД и използваните активи за дейността на дружеството, ни е необходимо да прогнозираме развитието на допълнителните пенсионни фондове. За тази цел следва да определим пазарния дял по осигурени лица. За определяне на пазарния дял в рамките на прогнозния период използваме следната методика:

- ✓ Определяме тенденциите в развитието на фондовете на анализираното дружество за период от десет години;
- ✓ Отчитаме промяната в пазарните дялове в резултат на повишена активност на търговските структури на конкурентни ПОД;
- ✓ Отчитаме тенденциите на пазара на привличане на лица с първоначален избор на допълнителен задължителен пенсионен фонд;
- ✓ Отчитаме тенденциите на пазара на привличане на лица в Доброволен пенсионен фонд;
- ✓ Отчитаме методиката за служебно разпределение на лица, неизбрали фонд в срок или с дублиран първоначален избор на фонд;
- ✓ Отчитаме етапа на развитие на всяко едно ПОД и възможностите му за растеж на пазарното му присъствие по двата показателя – осигурени лица и активи;
- ✓ Отчитаме навлизането на пазара на нови ПОД.

Промяната в броя осигурени лица в следствие смяна на фонд от осигурени лица, от служебно разпределение, и от привличане на лица с първоначален избор са отразени в пазарния дял по осигурени лица на анализираното дружество.

Въз основа на анализа и очакванията за развитие на допълнителните пенсионни фондове определяме три групи дружества:

А. С реален потенциал за ръст на пазарните дялове по осигурени лица – ПОК ОББ, ПОК ДСК-Родина, и ПОД Алианц България.

Б. Със запазване на пазарните дялове по осигурени лица - ПОД-Бъдеще, ПОД Топлина и ПОК Доверие.

В. С намаляване на пазарните дялове по осигурени лица – ПОК Съгласие, ПОАД ЦКБ-Сила и Пенсионноосигурителен институт.

Тези изводи се основават на сегашното състояние на пазара по допълнително пенсионно осигуряване и пенсионните дружества. При промяна в някои от основните характеристики на пазара, би могло да се променят и прогнозите за отделните дружества.

На следващо място, определяме доходността от управление на активите на допълнителните пенсионни фондове. При прогнозиране на доходността отчитаме основната функция на пенсионните фондове – устойчив ръст в натрупваните средства за дълъг период от време, а не постигане на висока доходност за кратък период от време. Второ, следва да отчитаме режима на инвестиране във всеки от допълнителните пенсионни фондове. Нарастването на относителния дял на осигурителните плащания от общите активи на фондовете ще доведе до промяна в инвестиционната политика на ПОД. Ето защо, в темпа на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период отчитаме намаление в приходите в полза на ПОД от увеличаване на осигурителните плащания.

При изчисляване на активите на фондовете взимаме предвид постъпленията от осигурителни вноски минус плащанията за годината плюс разпределената сума от доходност. Разпределената сума от доходност е брутната сума от постигнатата доходност минус инвестиционната такса. Постъпленията от осигурителни вноски са намалени с административните такси в полза на ПОД.

В таблицата по-долу са представени стойностите на някои от допусканията за оценка на ПОД (в конкретния пример са взети данните за ПОК „Доверие” за пазарен дял).

Таблица № 16.

Стойности на допускания при оценка на пенсионноосигурително дружество

1. Доходност от управление на активите	Размер
Доходност от управление активите на УПФ	5,00%
Доходност от управление активите на ППФ	5,00%
Доходност от управление активите на ДПФ	5,50%
Доходност от управление активите на ПОД	4,00%
Доходност от управление активите на специализираните резерви	3,50%
2. Максимален обхват на пазара	
УПФ	90%
ППФ	95%
ДПФ	15%
3. Пазарен дял по осигурени лица	
УПФ	25%
ППФ	22%
ДПФ	22%
4. Осигурени лица с постъпващи вноски	
УПФ	85%
ППФ	65%
ДПФ	70%
5.Размер на вноските в ДЗПО	запазване

6. Дисконтова норма	10,00%
7. Разходи	
7.1. Разходи за възнаграждения	+(CPI+3%)
7.2. Разходи за външни услуги	+(CPI+3%)
7.3. Разходи за реклама	% от приходите
7.4. Други разходи	+(CPI+3%)
8. Нетен паричен поток към акционерите	% от печалбата
9. Темп на постоянен растеж на паричните потоци	2,00%

Източник: Авторът

При прогнозиране развитието на ДПФ има няколко специфични особености, които сме затруднили в най-добра степен да отчетем в модела:

✓ Възползване от правото за получаване на осигурителни плащания – законодателството предоставя възможност за 5 години по-ранно пенсиониране;

✓ Предсрочно изтегляне на средства - законодателството предоставя възможност за пълно или частично изтегляне от натрупаните средства по индивидуалната партида от лични вноски още преди настъпване на момента на пенсиониране;

✓ Средствата натрупани в партидите на осигурените лица са все още недостатъчни за определяне на по-значим размер на пенсията и това е една от основните причини за съществуващата масова практика след настъпване на осигурително събитие осигурените лица еднократно да изтеглят цялата сума или разсрочено да теглят средствата от партидата за кратък период от 1-2 години например.

При изготвяне на прогнозата за дейността на ДПФ определяме стойностите на следните показатели:

- ✓ очаквани постъпления от осигурителни вноски;
- ✓ очаквани тегления като брой и суми преди осигурителен случай;
- ✓ очаквани изтегляни след осигурителен случай;
- ✓ очаквани пенсии;
- ✓ постъпления в ПОД от такси за управление;
- ✓ постъпления в ПОД от инвестиционни такси;
- ✓ постъпления в ПОД от такси за изтегляне преди осигурителен случай;
- ✓ постъпления в ПОД от такси за прехвърляне на средства в друг ДПФ.

При прогнозиране развитието на Доброволния пенсионен фонд допълнително анализираме следната информация:

✓ Среден размер на вноските на едно осигурено лице, изчислен на база общия брой членове на фонда;

✓ Среден размер на вноските на едно осигурено лице, изчислен на база членовете на фонда, за които постъпват вноски;

- ✓ Разпределение по пол на осигурените в пенсионния фонд;
- ✓ Разпределение по възраст на осигурените във фонда;
- ✓ Разпределение на средната вноска по възраст и по пол на осигурените;
- ✓ Разпределение на осигурените лица по райони;
- ✓ Разпределение на осигурените по отделни професии, длъжности и браншове;
- ✓ Разпределение по предприятия в определен бранш;
- ✓ Анализ на причините за прекратяване на осигурителните договори;
- ✓ Анализ на причините за предсрочно изтегляне на суми.

При равни други условия (активи, доходност, еднакъв размер на постъпленията, размер на таксите и удържки) по-голяма стойност за акционерите на ПОД има ДПФ, в който по-голям дял имат натрупаните средства с източник вноски за сметка на работодател. Причината е, че ползването на тези средства е „заключено” до навършване на пенсионна възраст от осигуреното лице или до пет години преди това. Преобладаващият брой осигурени лица с работодателски вноски само по себе си не е предимство, от гледна точка на приходите за пенсионното дружество, а от значение са и годините, оставащи до пенсиониране на лицата. Това е от значение, тъй като практиката показва, че лицата изтеглят цялата сума от натрупани вноски за сметка на работодател веднага при навършване на пенсионна възраст.

За прогнозиране развитието на пазара по допълнително пенсионно осигуряване и на анализиранияте фондове изчисляваме следните показатели.

- ✓ размер на вноската;
- ✓ среден осигурителен доход;
- ✓ максимален осигурителен доход;
- ✓ минимален осигурителен доход;
- ✓ събираемост на вноските;
- ✓ лица с първоначален избор;
- ✓ служебно разпределени лица;
- ✓ доходност при управление активите на фонда;
- ✓ такси и удържки в полза на ПОД;
- ✓ плащания към осигурени лица и пенсионери;
- ✓ прехвърляне на осигурени лица в други съответни фондове;

- ✓ прехвърляне на осигурени лица от други съответни фондове.

При ППФ допълнително отчитаме плащанията към НОИ в следствие на ранно пенсионираните се по ДОО.

При определяне развитието на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване на анализираното дружество, и по-специално при определяне на пазарния дял по осигурени лица, вземаме под внимание броят на служебно разпределените лица. Методиката за служебно разпределение е приета от КФН, като се използват три показателя:

- ✓ Постигнатата доходност за предходния 24 – месечен период;
- ✓ Таксите на отделните допълнителни пенсионни фондове – такса за издръжка на дейността;
- ✓ Броят новоприети заявления за участие във фондовете за предходния тримесечен период.

Тези три критерия имат различни тегла – за първите два критерия теглата са 33 %, докато за третия - теглото е 34 %. Тъй като таксите са равни на всички УПФ и ППФ, то определящо за броят на получените в съответните фондове служебно разпределени лица са първият и третият критерий.

Прогнозата за приходите в ПОД е един от основните моменти при оценката на ПОД. Основният източник приходите на ПОД са таксите и удържките от управление на допълнителните пенсионни фондове. За определяне на таксите и удържките изчисляваме следните показатели:

- ✓ брой на вноските средно на едно осигурено лице за годината;
 - ✓ размер на таксите като процент – отчита се конкуренцията в бранша, като постепенно намаляваме таксата от вноската в ДПФ;
 - ✓ приходи от различните видове такси – административна, встъпителна, инвестиционна, такса при прехвърляне на средства в друг фонд, такса при изтегляне на средства;
 - ✓ Приходи от управление на собствените средства на акционерното дружество.
- По-горе в изложението определихме факторите, които влияят върху постиганата доходност при управление на активите на компанията.
- ✓ Приходи от управление на активите на специализираните резерви.

Когато разглеждаме пазарните дялове на ПОД е добре да анализираме и потенциала за развитие и увеличение на пазарния дял пред конкретното ПОД. Анализът съдържа разглеждане на взаимовръзката между пазарен дял по активи и осигурени лица и паричните потоци в ПОД. На следващата таблица е представено сравнение на пенсионноосигурителните дружества относно пазарни дялове по приходи от такси и удръжки, осигурени лица и активи на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване.

Таблица № 17.

Сравнение на ПОД относно пазарни дялове по приходи от такси и удръжки спрямо пазарни дялове по активи и осигурени лица на ФДПО за 2020 г.

ПОД / критерий за пазарен дял	ПОК "Доверие"	ПОК "Съгласие"	ПОК "ДСК-Родина"	ПОД "Алианц България"	"Ен Ен ПОД"	ПОАД "ЦКБ-Сила"	ПОД "Бъдеще"	ПОД "Топлина"	"Пенсионно осигурителен институт"
по приходи на ПОД от такси и удръжки	24,50%	10,89%	17,45%	21,28%	10,50%	9,37%	2,99%	1,71%	1,31%
по осигурени лица в управляваните от ПОД фондове	24,86%	10,41%	16,89%	21,72%	8,55%	8,65%	4,63%	2,51%	1,78%
по активи на управляваните от ПОД фондове	24,54%	10,76%	17,55%	22,42%	10,73%	9,03%	2,41%	1,51%	1,05%

Източник: КФН и изчисления на автора

При само две от ПОД виждаме съответствие между пазарните дялове по осигурени лица и активи с този по приходи от такси и удръжки /ПОК Доверие и ПОК Съгласие/. По-малки разлики се отчитат при ПОК ДСК-Родина, Ен Ен ПОД /понастоящем ПОД ОББ/ и ПОД Топлина. По-големи разлики са налице при ПОД Алианц България, ПОАД ЦКБ-Сила, ПОД Бъдеще и Пенсионно осигурителен институт. Интерес за анализа представляват причините за тези различия. Причините за тези разлики са различни за отделните ПОД. При три пенсионни компании, ПОК ДСК-Родина, ПОАД ЦКБ-Сила и Ен Ен ПОД пазарният дял по приходи от такси и удръжки превишава този по осигурени лица. Причината за това е, че средният размер на натрупаните средства на едно лице, осигурено във ФДПО в тези три пенсионни компании, превишава средния за пазара. При ПОД Алианц България относителният дял по приходи от такси и удръжки е по-нисък спрямо този по осигурени лица и в по-голяма степен по активи, поради влиянието на пандемията от Ковид -19 през 2020 г. върху приходите от такси и удръжки в ДПФ. ПОД Алианц България има дял от 45.65% при ДПФ по активи и пандемията се отразява в най-голяма степен върху този фонд.

Особеността тук е, че приходите от инвестиционна такса при ДПФ е в процент от постигнатата доходност, която през 2020 г. е на сравнителни ниски стойности спрямо предходни години. При други три пенсионни компании /ПОД Бъдеще, ПОД Топлина и Пенсионно осигурителен институт/ пазарният дял по приходи от такси и удържки е по-нисък спрямо този по осигурени лица. Причината е, че натрупаните средства средно на едно лице са по-ниски спрямо средните за пазара. От анализа на сравнението на пазарните дялове можем да направим извод, че за оценката на ПОД е по-важно пазарният дял по активи спрямо този по осигурени лица, тъй като приходите на пенсионните дружества се формират предимно от вноските и активите във фондовете, които те управляват.

По-нататък в системата от техники и показатели за оценка на ПОД определяме стойностите на разходите на анализираното ПОД. Опасността тук е анализаторът просто да вземе текущите разходи и да ги увеличи с определен ръст. При прогнозиране на разходите отчитаме фактори като: заделяне на допълнителни задължителни резерви за сметка на пенсионното дружество, въвеждане на допълнителни изисквания от КФН за дейността на дружеството, увеличаване на разходите за обслужване на осигурените лица – за попълване на документи и/или изплащане на пенсии, например и др. Като основа на разходите се използват историческите данни за предходни години. При необходимост се извършва корекция на базовите разходи поради извънредно високи разходи през дадена година спрямо предходната. Пример за причини за корекции могат да бъдат: извънредно високи разходи по внедряване на нова информационна система и смяна на голям брой от служителите и/или ръководството; извънредно високи разходи за информационно обслужване и разходи във връзка с прехвърляне на осигурени лица от фондове, управлявани от други ПОД; извънредно високи разходи за управление на собствените средства.

Тук е мястото да отбележим, че при необходимост се извършва корекция на разходите (намаление или увеличение). Корекцията зависи от целта на извършване на анализа и оценката. Когато дадено дружество е предмет на покупка от друго, то разходите на купуваното ПОД (разходите в следващия транзакцията отчетен период) могат да се редуцират еднократно поради допускането за икономии от мащаба от прехвърляне управлението на портфейла на новото ПОД. Размерът на еднократното намаление зависи от конкретната ситуация.

Увеличението на разходите с определен годишен ръст обикновено отразява ръста на инфлацията в цените на услугите и материалите, както и увеличението в разходите в резултат на нарастване обема на извършваните дейности.

В модела отчитаме размера на корпоративния данък през годините. Не се изчислява дължим корпоративен данък на ниво пенсионен фонд, тъй като фондовете не са данъчно задължени лица по Закона за корпоративното подоходно облагане. Изчисляваме дължим корпоративен данък на ниво ПОД. Залагаме размер на данъка от 10 % за следващите години.

Следваща стъпка е определяне на разходите за заплати. На следващо място изчисляваме разходите за амортизации – залагат се като постоянно число. Постоянно число, тъй като са налице две противоположни тенденции – на намаляване на сумата, върху която се изчисляват амортизации и на увеличаване на броя активите, върху които се начисляват амортизации (поради придобиване на амортизируеми активи). По-нататък определяме разходите за реклама – залагат се в % от приходите на ПОД. Отчитаме и очакваните стойности на т.н. «други разходи» – увеличават се с темпа на нарастване на индекса на потребителските цени и известна добавка.

Считаме за разумно при определяне стойността на ПОД да се заложи определен размер на непредвидени разходи. Една от причините е в общественият натиск, когато ПОД започнат да реализират «високи» печалби, да се намали размера на таксите в полза на ПОД или да се въведат нови изисквания за дейността на ПОД, водещи до увеличаване разходите на компаниите.

На следващо място следва да определим нетният паричен поток към акционерите. В модела за оценка залагаме 75% от печалбата след облагане с данък да се разпределя под формата на дивидент на акционерите. Това допускане се основава на очакването, че акционерите на ПОД ще изискат постигането на положителен финансов резултат, една част от който резултат да се разпределя за дивидент, а друга част да остава за развитие на дружеството. При определяне на дължимите корпоративни данъци и при изчисляване на изплащаните дивиденди отчитаме за данъчни цели покриване на загуби от минали периоди, заделянето на резерви и спазване на изискванията за минимално ниво на собствените средства.

В предлаганата система от техники и показатели за оценка разглеждаме различен ръст на паричните потоци по следната методика:

✓ В рамките на прогнознния период – изчисляваме нетните парични потоци по години.

✓ За годините в следпрогнознния период – приемаме 2% нарастване на нетните парични потоци, което определяме като разлика между 5% ръст минус 3%. Този 3% отразява нарастването на осигурителните плащания в следпрогнознния период.

Нетният паричен поток определяме като към чистата печалба след данъчно облагане прибавяме разходите за амортизация и разходите за бъдещи периоди, намаляваме с увеличението в нетния оборотен капитал, намаляваме с увеличението в капиталовите разходи. Последните две взимаме предвид, защото чистата печалба не отразява изменението в оборотния капитал и закупуването на дълготрайни активи. Увеличението на краткотрайните активи, например, не е разход за счетоводни цели, но е касов разход за фирмата.

При изчисляване на нетната настояща стойност не взимаме под внимание дълга, поради две причини. Първо, както по-рано определихме, ПОД не могат да взимат заеми или ако могат – заемите са при строго ограничени условия – за кратък срок и за определени цели. Второ, статиите, които можем да отнесем към дълга са с пренебрежимо ниски стойности за целите на оценката на ПОД.

В настоящата точка на изследване подложихме паричните потоци на пенсионноосигурителното дружество. Обосновахме защо за оценката на ПОД е изключително важно коректното и пълно прогнозиране на дейността на ПОД и очакваните парични потоци. От анализа се убедихме във водещата роля на осигуряването в Универсален пенсионен фонд в общата сума на приходи от такси и удържки спрямо останалите три вида допълнителни пенсионни фондове – Професионален, Доброволен и Доброволен по професионални схеми. По-нататък в изследването ще анализираме два риска, които оказват огромно влияние върху размера на паричните потоци на пенсионната компания, а именно – политическият и регулаторен риск.

3. Регулаторен и политически риск в дейността на пенсионноосигурителното дружество

Пенсионноосигурителните дружества извършват дейност в среда, която се определя от законодателството в областта на допълнителното пенсионно осигуряване. За да прогнозираме коректно бъдещите приходи и разходи на ПОД, ще ни бъде полезно да

изследваме логиката на промените в законодателството, как се е развила нормативната уредба, как се отразява тя върху приходите и разходите на ПОД. Пенсионните дружества осъществяват значима обществена дейност, а именно - предоставяне на осигуряване за допълнителна пенсия. Предвид това, законодателството създава система от изисквания и ограничения върху дейността на ПОД. По тази причина пенсионното дружество не е субект, на който са предоставени широки рамки за свободно функциониране на пазара.

Спецификата в дейността на ПОД произтича и от двата вида осигуряване, които администрират компаниите – задължително и доброволно допълнително пенсионно осигуряване. Съществуват определени различия в дейността на пенсионноосигурителните дружества, посочени в Таблица № 18, по отношение управлението на допълнителните задължителни пенсионни фондове и допълнителните доброволни пенсионни фондове. Познаването на тези различия ни помага по-добре да прогнозираме дейността в бъдеще на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване и на пенсионните дружества.

Таблица № 18.

Разлики в управлението на допълнителни задължителни пенсионни фондове и доброволен пенсионен фонд

Критерии	Допълнително задължително пенсионно осигуряване в ППФ или УПФ	Допълнително доброволно пенсионно осигуряване в ДПФ
Обхват на осигуряването	Определени групи: - в ППФ - работещите в условията на първа или втора категория труд - в УПФ – родените след 31.12.1959 г. и осигурявани във Фонд “Пенсии” на НОИ	Универсално – всички над 16 г. могат да се осигуряват или да бъдат осигурявани в ДПФ
Форма на осигуряването	Квази-задължително	Доброволно
Размера на вноската	Законово определен	Осигурителят или осигуреното лице определят размера на вноската
Избор на ПОД	Осигуреното лице избира ПОД	Осигурителят и/или осигуреното лице избират ПОД
Свобода при инвестиране на активите на фонда	Законодателно определени изисквания и ограничения	Законодателно определените изисквания и ограничения, които са по-малко в сравнение с изискванията за ППФ/УПФ
Изисквания за минимална доходност	Съществува както за ППФ, така и за УПФ	Не съществува
Избор на вида на пенсионното плащане	Осигуреното лице избира начина и срока на получаване на сумите при определени условия	Осигуреното лице избира начина и срока на получаване на сумите
Възможност за предсрочно изтегляне на натрупани средства	Не съществува	Съществува за средства с източник лични вноски Съществува възможност осигуреното лице да започне да

		получава доброволна пенсия до 5 години преди навършване на пенсионна възраст
Възможност за прехвърляне на средствата в друго ПОД	Да	Да

Източник: Авторът

Познаването на отличителните характеристики на допълнителното задължително и на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване е предпоставка за правилното прогнозиране развитието на отделните допълнителни пенсионни фондове. Развитието на пенсионните фондове пряко влияе върху оценката на ПОД.

От информацията в таблицата по-горе се вижда, че пенсионноосигурителните дружества в България не са единствено мениджъри на фондове. Според нас пенсионните дружества не са единствено фондови мениджъри, защото:

- ✓ На пазара не се предлага една-единствена унифицирана пенсионна схема, еднаква за всички дружества, която да се продава на потенциалните осигурени лица и те само да избират дружеството, което да ги управлява;
- ✓ ПОД се възприема от потенциалните клиенти като част от услугата по допълнително пенсионно осигуряване;
- ✓ ПОД не се конкурират само относно постигнатата доходност от управление на активите на допълнителните пенсионни фондове;
- ✓ Дружествата не само събират вноските за доброволно пенсионно осигуряване, но и изплащат пенсионни суми;
- ✓ Дружествата се различават поне по десет показателя: размер на таксите от осигурителните вноски; размер и наличие на такси при изтегляне на средствата преди осигурителен случай; видове предлагани пенсии; процент на загубена работоспособност за получаване на инвалидна пенсия; обхват на причините, породили неработоспособността, поради която лицето има право на инвалидна пенсия; възможност за смяна на вече избран начин на пенсионно плащане на натрупаната сума; възможност за получаване на средства пет години преди навършване на пенсионна възраст за средства от вноски на работодател и/или друг осигурител; покритие на цялата страна от представителства на пенсионноосигурителното дружество; допълнителни програми за осигурените лица като преференции, отстъпки, облекчения, бонус

и др.; предлагани възможности за получаване на информация за състоянието на индивидуалната партия.

Тези различия влияят върху конкурентните позиции на ПОД и намират отражение в пазарните дялове по фондове и продукти. При оценката на ПОД взимаме под внимание пазарните дялове по осигурени лица и по активи, за да прогнозираме развитието на анализирания ПОД.

Регулаторният и политическият риск съпътстват дейността на пенсионните дружества през целия период на тяхното развитие. 28-те години на функциониране на ПОД можем да разграничим на четири периода /етапа/. Първият етап е от началото на съществуване на първия Доброволен пенсионен фонд от началото на 1994 г. до края на 1999 г. Това е периодът, в който пенсионните компании работят без специално законодателство. Осигуряването е само за доброволна пенсия. През първата половина на 1994 г. се създават първите пенсионни компании, които предлагат схеми на осигуряване за доброволна пенсия. През годините до 1998 г. продължава учредяването на нови пенсионни компании, които в последствие се превръщат в основните играчи на пазара на допълнително пенсионно осигуряване. През 1997 г. е съставен първоначален вариант на Закон за доброволно пенсионно осигуряване. Година по-късно, през 1998 г., Законът за допълнително доброволно пенсионно осигуряване е приет на първо четене в Народното събрание. Отново трябва да мине още една година, за да стане факт първият закон в областта на допълнителното пенсионно осигуряване – на 20.07.1999 г. в „Държавен вестник“ е обнародван Закон за допълнително доброволно пенсионно осигуряване, който регламентира функционирането и лицензирането на пенсионноосигурителните дружества. През 1999 г. се създава Държавна агенция за осигурителен надзор. В края на 1999 г. в „Държавен вестник“ е обнародван Кодекс за задължително обществено осигуряване, който регламентира дейността на Националния осигурителен институт, държавното обществено осигуряване и допълнителното задължително пенсионно осигуряване.

Вторият етап започва с влизането в сила на Кодекса за задължително обществено осигуряване от 01.01.2000 г. Началото на 2000 г. е своеобразно начало на подготовката за лицензиране на дружествата. На 20.09.2000 г. се лицензират първите дружества, които имат право да извършват дейност по допълнително пенсионно осигуряване. От друга страна, кампанията за привличане на членове на Професионален пенсионен фонд започна в края на ноември 2000 г., като продължи до 31.01.2001 г. Кампанията за

привличане на членове в Универсалните пенсионни фондове започна в края на февруари 2001 г. и завърши на 30.09.2001 г. Началото на осигуряването в Универсален пенсионен фонд е от 01.01.2002 г. Първото служебно разпределение на неизбралите фонд и на лицата с дублирани заявления бе извършено на 22.06.2002 г. НОИ извършва първото служебно разпределение за УПФ на над 400 000 души.

Този втори етап се характеризира с приемане на подзаконовите нормативни актове в области като: инвестиране активи на ФДПО; изисквания за капиталова база; въвеждане на ежедневно разпределение на доходност; приемане на процедура за смяна на фонд; поетапно увеличаване размера на вноската в УПФ; значителни промени на режима на данъчно облагане на осигуряването в ДПФ. На 02.08.2003 г. влиза в сила нов Кодекс за социално осигуряване, който обединява Кодекса за задължително обществено осигуряване и Закона за допълнително доброволно пенсионно осигуряване. От 01.01.2007 г. влизат в сила промени в режима на данъчно облагане на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване: 1) сумите получени след пенсиониране са освободени от данък; 2) от 12% на 15% се увеличава еднократният данък за предсрочно изтегляне на средства с източник вноски ползвали данъчно облекчение; 3) данъчното облекчение за вноски се изчислява от данъчната основа, а не както дотогава от облагаемия доход; 4) доходите от наем, доходите от продажба на движимо и недвижимо имущество се включват сред доходите, за които може да се ползва данъчно облекчение за вноски в Доброволен пенсионен фонд. От началото на 2007 г. частично се променя режима на инвестиране на активите на ФДПО в следствие влизането в сила на договора за присъединяване към ЕС. По това време влизат в сила промени в КСО, според които доброволно пенсионно осигуряване ще може да се извършва и във Фонд по професионални пенсионни схеми.

Третият етап на развитие на допълнителното пенсионно осигуряване обхваща периода 2008 – 2015 г. В този етап се включва световната финансова и икономическа криза от 2008-2009 г. През тези години допълнителните пенсионни фондове отчетоха значителна отрицателна доходност. Тази отрицателна доходност бе неутрализирана през следващите 3-4 години и от високата доходност през периода 2005-2007 г. През този трети етап е една от най-съществените промени в допълнителното пенсионно осигуряване през последните двадесет години. В края на 2014 г. се въведе право на избор на осигуряване измежду УПФ и Фонд Пенсии на ДОО.

Четвъртият етап на развитие на допълнителното пенсионно осигуряване обхваща периодът след 2015 г. Този период се характеризира с реализирането на сравнително висока доходност от допълнителните пенсионни фондове, възстановяване на постъпленията от вноски в ДПФ приблизително до предкризисните 2006 г. и 2007 г., голям брой новоосигурени в УПФ, висок ръст на постъпленията от вноски в УПФ /поради нарастване на осигурителния доход и от увеличаване на заетостта/, Ковид – 19 пандемията от месец февруари 2020 г. и доразвиването на фазата на изплащане от УПФ и ППФ през първата половина на 2021 г.

В анализа заслужава да обърнем по-голямо внимание на въведеното през 2014 г. право на избор между осигуряване в УПФ и осигуряване с пълната пенсионна вноска във Фонд „Пенсии“ на Държавното обществено осигуряване /ДОО/. На практика спестителят може да избира дали да получи пълния размер на пенсията за осигурителен стаж и възраст /ПОСВ/ чрез прехвърляне на натрупаните средства от УПФ в Сребърния фонд. Този вид плащане не го разглеждаме като избор измежду равнопоставени опции, а по-скоро като административна възможност, предоставена от законодателството. Това наше мнение се основа на обстоятелството, че двете пенсии /пожизнена пенсия и пенсия за осигурителен стаж и възраст/, съответно от УПФ и от Фонд „Пенсии“ на ДОО, не са съпоставими като характеристики и техният размер зависи от различни фактори. Върху размерът на пенсията за осигурителен стаж и възраст влияят много фактори, част от които са извън осигурителната история на самото осигурено лице.

Осигуряването в УПФ има за цел да доведе до получаването на втора пожизнена пенсия, която да е в допълнение на пенсията от ДОО. Основната разлика между УПФ и ДОО е, че пенсията от УПФ изцяло зависи от вноските, които са правени в полза на лицето през неговата трудова кариера. При държавната пенсия индивидуалният принос се отразява само в два параметъра от формулата – осигурителен стаж и осигурителен доход. В известна степен, дори осигурителният стаж не винаги е свързан с внасянето на осигурителни вноски. Три други параметъра от формулата не произтичат от индивидуалния принос на лицето – среден осигурителен доход за страната за последните 12 месеца преди пенсионирането, среден осигурителен доход за страната за съответните месеци през които се е осигурявало лицето и коефициент за всяка година осигурителен стаж. Също така при осигуряването за държавна пенсия липсва наследяване на средствата, за които са генерирани осигурителни права /с изключение на наследствена пенсия и на вдовишка пенсия/.

В същото време, както с промените в законодателството от края на 2014 г., така и с тези от първата половина на 2021 г. бе пропусната възможността да се повлияе върху ефективността на осигуряването в УПФ в няколко направления. Не се премахна сравнението между осигуряване с пълна вноска във Фонд „Пенсии“ на ДОО и УПФ. Не се реши проблемът с нередовното постъпване на осигурителни вноски в УПФ. Не бяха променени принципите на осигуряване в капиталови пенсионни фондове, които да подобрят ефективността на този вид спестяване. Не се въведе избор на спестителя на инвестиционен профил на неговия портфейл в зависимост от предпочитанията му към поемане на риск и търсене на по-висока доходност. Не се въведе интегриран подход на анализ на трите стълба на пенсионната система в страната. Не бяха определени краткосрочни, средносрочни и дългосрочни цели в областта на пенсионната защита на населението. Не се потърсиха стимули за подобряване ефективността в дейността на ПОД при управлението на пенсионните фондове. Подобрене в тези области може да се очаква в бъдеще.

Остава необходимостта от въвеждане на многофондова система. Решаването на този проблем е многократно поставян от 2006 г. от сектора и регулатора, като на няколко пъти е изготвян и проект за промени в КСО⁴⁶. Въвеждането на избор на спестителя на инвестиционен профил на неговия портфейл в зависимост от предпочитанията му към поемане на риск и търсене на по-висока доходност е все по-наложително с оглед регламентирането на механизъм за намаляване на риска при инвестиране на средствата на осигурените лица /Б. Петков, 2021/. Този механизъм е особено важен за спестителите, на които им остава кратък период от време до пенсиониране.

Пропусна се възможността с промените в КСО да се въведе изискване за инвестиционен бенчмарк /портфейл еталон/ спрямо който да се съпоставят резултатите от инвестиране активите на фондовете /проблемът за този бенчмарк се поставя и от Б. Петков, 2021/.

Погрешно е да се разглежда ефективността от гледна точка дали капиталовата пенсия би допълнила разликата от намалението на съответната вноска в държавното обществено осигуряване. Подобни анализи се правят от някои експерти (Л. Христов, Д. Манолов, Пл. Димитров, Ив. Калфин, Н. Николов). Повечето експерти (Й. Христосков, Н. Павлов, И. Нейков, Кр. Станчев, Гр. Димитров, Н. Абаджиев, Хр. Христова, Л. Шулева) правилно отбелязват, че допълнителният пенсионен фонд ще осигурява пенсия

⁴⁶ Мотиви към проект на Закон за изменение и допълнение на КСО от 08.07.2015 г.

на принцип, различен от ДОО – индивидуален и капиталов принцип. Поради тази причина двата вида осигуряване не следва да се противопоставят. Двете схеми работят най-добре, когато се допълват, защото предимствата на едната неутрализира недостатъците на другата и обратно.

При изработване на политиката за пенсионна защита трябва да се има предвид един безспорен факт. Намаляване на покритието (coverage) на осигуряването за капиталова пенсия ще доведе до влошаване на ефективността. Държавата следва да оценява дългосрочния ефект от дадени мерки. В краткосрочен план една мярка може да има положително отражение, но в дългосрочен да е негативно. Това е една от причините за трудността при вземането на решения в областта на пенсионната защита. От една страна, политиките се стремят да предприемат действия, които ще имат ефект в краткосрочен период, защото изборите са през 4-5 години. От друга страна, ефектите от мерки в пенсионната система се проявяват след минимум 10-15 години.

В допълнение, доходността не може да бъде предварително зададена в абсолютен размер, т.е. например не по-малка от 6% или не по-малко от ръста на осигурителния доход в страната. Този ръст е само един от факторите за доходността на местния пазар, но не и на целия портфейл от инвестиции на фондовете.

Друга важна мярка за повишаване доверието в осигуряването и оттам и в ефективността е да се промени механизма за гарантиране на минимална доходност.

Удачният подход за нашата система е комбинираният - финансирането на гаранцията да се разпредели измежду пенсионния администратор (с източник собствените средства), пенсионния фонд (с източник средства на фонда с оглед споделяне на риска между осигурените лица) и осигуреното лице (с източник таксите в полза на администратора). Основната отговорност следва да се носи от пенсионната компания. Комбинираният подход включва няколко основни елемента. Първо, при отрицателна доходност инвестиционна такса да не се удържа от администратора. Второ, да се въведе гаранция на вноските към датата на пенсиониране като нов механизъм за обезпечаване на минимална доходност. Трето, въвеждане на избор от осигуреното лице на инвестиционен портфейл според рисковите характеристики. Предоставянето на възможност за избор на рисков профил следва да се извърши със съпътстващи промени в съществуващото законодателство. Промените да са насочени към допълнителна защита интересите на осигурените лица, като въвеждането на минимален размер на активите на портфейлите с агресивна стратегия на инвестиране. Служебното разпределение трябва да се извършва в портфейл по подразбиране (default fund, automatic assignation), който не

е от най-агресивен характер. Четвърто, усъвършенстване на реда и начина за изчисляване на минималната доходност за определен период като се въведе наказания за администратора при отрицателна или прекалено ниска доходност (например половината от отрицателната доходност да се покрива за сметка на собствените средства на пенсионното дружество). Други примери за наказания на администратора са отнемане правото да получава служебно разпределени лица и/или правото да привлича лица от други фондове за определен период от време. Стимулираща мярка за по-добра доходност е увеличаване на таксата при достигането на определени равнища на инвестиционните резултати. Пето, да се въведе външен измерител (бенчмарк), спрямо който да се съпоставя постиганата доходност. Шесто, резервът за гарантиране на минимална доходност да се диференцира според рисковия профил на фонда. Седмо, инвестиционните регулации да предоставят повече права и задължения на надзорния орган и повече прозрачност на процеса на инвестиране активите на пенсионните фондове.

Политическият риск се свързва с решения за промени в основни параметри на системата на допълнително пенсионно осигуряване или промени в други системи, които влияят върху допълнителното пенсионно осигуряване. Примери за политически риск са: намаляване размера на осигурителните вноски в УПФ или ППФ; намаляване на размера на данъчното облекчение за вноски в ДПФ; намаляване на максималните размери на таксите и удържките в полза на ПОД; въвеждане на забранени инструменти за инвестиции на активите на допълнителните пенсионни фондове; въвеждане на силно ограничителни количествени лимити при инвестиране активите на допълнителните пенсионни фондове и др.

Примери за промени в други системи, които влияят на системата на допълнителното пенсионно осигуряване са: въвеждането на нисък данък от 10% за доходите на физическите лица и за корпоративната печалба; увеличаване държавната гаранция за депозитите в търговските банки; увеличаване на вноската за задължително здравно осигуряване; увеличаване на разходите за пенсия за осигурителен стаж и възраст от Държавното обществено осигуряване.

През 2008-2010 г. се видя, че именно политическият риск повлия негативно на капиталовите пенсионни фондове. В някои страни бяха намалени вноските към допълнителните задължителни пенсионни фондове (Полша), в други страни бяха прехвърлени натрупаните активи в допълнителните задължителни пенсионни фондове в публичната пенсионна система (Унгария, България). Едно от противодействията на

проявленията на политическия риск е ясно да се комуникира към законодателите и регулаторите, че отрицателната доходност е част от живота на финансовите пазари. За да има доходност над инфлацията, това означава поемане на риск при инвестиране и този риск може да доведе до отрицателна доходност.

Инструменти за противодействие на тези рискове⁴⁷ се споменават от гледна точка осигуреното лице и от гледна точка регулатора. От гледна точка осигуреното лице това са: промяна размера на осигурителната вноска, отлагане на пенсионирането, избор на рисков профил, избор на професионален асет мениджър. От гледна точка регулатора това са: гарантиран минимален размер на пенсия, задължително ниво на осигурителната вноска, промяна във възрастта за пенсиониране, режима на данъчно облагане, ясни правила за различните по рисков профил фондове, стимулиране на конкуренцията измежду фондовете, правила за избор на пенсионен фонд и информация към осигурените лица.

В някои страни (Чехия, Германия, Дания, Швейцария, България) съществуват механизми за ограничаване на загубите под формата на минимална доходност. Все по-често анализът на пенсионните системи включва проблемът по какъв начин да се подобрят гаранциите при схемите на дефинирани вноски⁴⁸. У нас при допълнителното задължително пенсионно осигуряване е възприет механизъм на минимална доходност. При осигуряването в допълнителни доброволни пенсионни фондове не съществува изискване за такава доходност. Причина за въвеждането на подобни гаранции е обстоятелството, че при капиталовите пенсионни схеми в България осигуреното лице и бенефициентът носят изцяло рисковете от инвестиране активите. Ефективността на този механизъм за защита по време на финансовата и икономическа криза се нуждае от по-пълнен анализ.

По-долу са представени различни начини за гаранция стойността на активите във фондовете. Минималната доходност се определя спрямо номиналното или реалното изражение на гарантираното равнище. Тя е плаваща (floating) или фиксирана (fixed). Гаранцията е възможно да бъде валидна към датата на пенсиониране (valid on retirement only) или към всеки един период (valid in every period). Концепцията за гаранция към

⁴⁷ Walker, E., "Investment and Information Regulations", Presentations given at the International Seminar "Advancing in the Strengthening and Consolidation of the Individually-Funded Pension Systems", Dominican Republic, May 2011, FIAP, 2011, с. 90

⁴⁸ Jones, R., "Pension Supervisors' Responses to the Financial Crisis", Presentations given at the International Seminar "Advancing in the Strengthening and Consolidation of the Individually-Funded Pension Systems", Dominican Republic, May 2011, FIAP, 2011, с. 127

датата на пенсиониране се основава на разбирането, че отправната точка за определяне адекватността на пенсионния доход⁴⁹ е датата на пенсиониране на осигуреното лице. Причината за това трябва да се свързва с факта, че осигуреното лице се интересува от сумата на пенсионния доход и степента на заместване на трудовия доход. Те се определят когато лицето започне да получава пенсионното плащане.

От своя страна форма на защита, която гарантира размера на внесените вноски се нарича „гарантиране на капитала“ (capital guarantee). Този вид гаранция също може да се отнася за номиналния размер на внесените осигурителни вноски през целия период на натрупване на средствата или да се прилага само към датата на пенсиониране. Тук е мястото да споменем, че с промените в законодателството от първата половина на 2021 г. бе въведена гаранция за brutния размер на вноските в УПФ. Наше мнение, че тази промяна е положителна мярка както за осигурените лица, така и за пазара по допълнително пенсионно осигуряване. Гаранцията се изразява в задължението за ПОД да допълни индивидуалната партида преди да започне плащането по един от петте продукта, в случай че натрупаните средства са по-малки от brutния размер на осигурителните вноски, преведени от Националната агенция за приходите /НАП/ и Националния осигурителен институт /НОИ/. ПОД са задължени да изчисляват гарантиран размер на пенсията и разсроченото изплащане и да го посочват в договора с лицето. Гарантираният размер е равен на изчисленият въз основа на brutния размер на преведените осигурителни вноски. В случай че натрупаните средства по индивидуалната партида е по-голям от brutния размер на вноските, лицето има право на пожизнена пенсия с гарантиран размер, равен на първата пенсия. В този случай, ПОД при изчисляване на първата пенсия има право да приложи рисков коефициент, одобрен от Комисията за финансов надзор.

В повечето анализи очакваната доходност се свързва с доходност малко над инфлацията или доходност, която гарантира реалното нарастване на направената вноска. Като друг бенчмарк, освен инфлацията, могат да се прилагат: ръстът на БВП; доходността на безрисковите ценни книжа; лихвата по депозитите; ръстът на средната работна заплата; нарастването на средния осигурителен доход; увеличаването на минималната работна заплата; повишаването на доходността от инвестиции в недвижими имоти; индексите на фондовия пазар; доходността на стратегическите

⁴⁹ Данева, Ив., „Инвестиционна политика на пенсионните и здравноосигурителните фондове”, Издателство на ВУЗФ, София, 2010 г., с. 92

портфейли. За безрисков актив в дългосрочен план напоследък правилно се разглежда облигация, която е инфлационно-индексирана и има висок кредитен рейтинг⁵⁰.

Някои автори защитават тезата, че не следва да се определя минимална доходност, а да се определи бенчмарк портфейл⁵¹. Основният им аргумент е, че минималната доходност се свързва с кратки периоди от време. Дългият период от време по-лесно може да се използва при бенчмарк портфейли. Мнението на автора е, че бенчмарк портфейлите могат да се прилагат за съпоставка на инвестиционните резултати, но са трудно приложими за определяне на минимална доходност. Основната причина е разликата в структурата на портфейлите и избраните емитенти на ценни книжа.

Ако се върви по логиката за сравнимост с бенчмарк портфейли, можем да се припомним, че диверсифициран портфейл се изгражда чрез количествени инвестиционни лимити (endogeneous benchmarks), мултифондове, външни бенчмарк портфейли (exogeneous benchmarks). Пример за успешно прилагане на външните бенчмарк портфейли за оценка на инвестиционните резултати е Колумбия⁵². Съществува възможност надзорният орган да създава различни бенчмарк портфейли. Такива могат да бъдат портфейли от дългосрочни инструменти с фиксирана доходност и обвързани с инфлацията⁵³.

Проблемите при конструирането на подобни бенчмарк портфейли са основно два: политически – кой носи отговорността за тяхното създаване и цената на определяне на тези портфейли.

Въпреки напредналия етап от развитието на пенсионната реформа и голямата степен на предсказуемост на приходите и разходите на пенсионните дружества, в законодателството остават неизяснени въпроси, решението на които пряко влияе върху дейността на пенсионното дружество:

- ✓ Какъв е адекватният размер на вноската в универсалните пенсионни фондове?
- ✓ Какъв коефициент на заместване спрямо последния доход ще осигури пенсията от ППФ?

⁵⁰ Yermo, J., "Towards a new regulation investment model in Latin America", Presentations given at the International Seminar "Pension Funds Investment", Lima, Peru, 4th of November 2004, FIAP, 2004, c. 214

⁵¹ Yermo, J., "Towards a new regulation investment model in Latin America", Presentations given at the International Seminar "Pension Funds Investment", Lima, Peru, 4th of November 2004, FIAP, 2004, c. 215

⁵² Acuna, R., "Performance of the pension funds in individually-funded programs", Presentations given at the International Seminar "Advancing in the Strengthening and Consolidation of the Individually-Funded Pension Systems", Dominican Republic, May 2011, FIAP, 2011, c. 83

⁵³ Acuna, R., "Performance of the pension funds in individually-funded programs", Presentations given at the International Seminar "Advancing in the Strengthening and Consolidation of the Individually-Funded Pension Systems", Dominican Republic, May 2011, FIAP, 2011, c. 83

✓ Как да се подобрят инвестиционните резултати от управление фондовете за допълнително пенсионно осигуряване?

✓ Как да се намали цената на услугата по осигуряване за допълнителна капиталова, индивидуална пенсия?

С оглед намаляване влиянието на рисковете от промяна в законодателството, експертите от FIAP (Международна федерация на администраторите на пенсионни фондове) предлагат някои условия за неутрализиране на тези рискове⁵⁴:

✓ Системите на пенсионни фондове да се основават на специфични закони, чиито основни разпоредби да не могат да бъдат променяни с административни решения;

✓ В дългосрочен план не е добре двете системи, разходо-покривната и капиталово-покривната да се конкурират помежду си;

✓ Нормативната уредба не следва да допуска осигуряване на доходи, които не са съобразени с целите на пенсионното осигуряване или предварително изплащане на тези доходи, което би имало отрицателен ефект върху размера на пенсията.

✓ Необходим е специализиран и независим финансов надзор.

В настоящата точка от изследването на анализ подложихме регулаторния и политически рискове и тяхното влияние върху дейността и резултатите на пенсионноосигурителното дружество. Промените в регулациите пряко влияят върху паричните потоци на пенсионните компании, оттам и върху оценката на тези дружества. В изложението посочихме области от дейността по допълнително пенсионно осигуряване, в които може да се очакват регулаторни промени. Разгледахме евентуалните ефекти от подобни промени. При оценката на пенсионноосигурително дружество, анализаторът следва много внимателно да изследва очакваните регулаторни промени, техните ефекти и вероятността да бъдат реализирани. Тези дейности са предпоставка за подобряване на оценката и доближаване на определената цена до справедливата цена на пенсионноосигурителното дружество.

⁵⁴ Международна федерация на администраторите на пенсионни фондове (FIAP), „Дванадесет основни правила за една добра пенсионноосигурителна система“, серия международни изследвания, <http://www.fiap.cl>, 2003 г., с. 6

ТРЕТА ГЛАВА

МОДЕЛ ЗА ОЦЕНКА НА ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛНО ДРУЖЕСТВО

1. Извеждане на модел за оценка на пенсионноосигурително дружество в България

Въз основа на изводите дотук в изследването формулираме следните стъпки, по които считаме за подходящо да се извършва оценка на ПОД:

1. Прогнозиране развитието на пазара на допълнително пенсионно осигуряване;
2. Прогнозиране развитието на всеки един от четирите допълнителни пенсионни фонда, управлявани от анализираното дружество;
3. Прогнозиране развитието на двата фонда за извършване на изплащания;
4. Прогнозиране активите на дружеството;
5. Прогнозиране пасивите на дружеството;
6. Прогнозиране приходите на дружеството;
7. Прогнозиране разходите на дружеството;
8. Определяне подходящ инвестиционен хоризонт;
9. Определяне норма на дисконтиране;
10. Определяне темп на постоянен растеж на паричните потоци;
11. Определяне стойността на компанията в следпрогнозния период;
12. Определяне рисковете пред дейността на пенсионното дружество, допълнителните пенсионни фондове, фондовете за извършване на изплащания и пазара на допълнително пенсионно осигуряване;
13. Прогнозиране доходността от управление на активите на допълнителните пенсионни фондове, фондовете за извършване на изплащания и на пенсионното дружество;
14. Оценяване обвързаността на дружеството с неговите акционери или със свързани лица с акционерите и влиянието върху цената на анализираната компания;
15. Отчитане стойността на активите и пасивите на дружеството;
16. Определяне на подходящи пазарни множители;
17. Определяне на подходящи дружества-аналози;
18. Сравняване стойността с извършени оценки на компании от сектора;

19. Извършване анализ на чувствителността на цената;

20. Извеждане на справедлива стойност на анализираното дружество.

Считаме, че оценката на ПОД извършена на основа на сумиране на цените на отделните пенсионни фондове не е коректна и крайната цена, определена по този метод, не се доближава до справедливата пазарна цена. Основната причина, за да поддържаме тази теза, е в характеристиките на паричните потоци на допълнителните пенсионни фондове. Фондовете са тези, от чиято дейност се генерират положителни парични потоци към ПОД – под формата на такси и удържки в полза на пенсионното дружество. За да определим цената на даден фонд, ние трябва да придадем стойност на бъдещия нетен паричен поток на фонда. При изчисляване на нетния паричен поток ни затруднява да определим разходите на фонда.

При анализа на дейността на фонда и извършването на прогноза за развитието на фонда, ние изследваме структурата на фонда. Предмет на това изследване са: средна възраст на осигурените лица; разпределение по пол; средна вноски по възраст и по пол; регионално разпределение на осигурените лица; анализ на осигурените лица въз основа на вида вноски (за ДПФ – лични и работодателски, месечни, годишни и еднократни); анализ на осигурените лица по браншове; анализ на осигурените лица по категория труд (за ППФ). Целта на този структурен анализ е да се прогнозират осигурителните вноски във фонда, натрупваните суми във фонда, изплащаните суми от фонда и съответно прихода от такси и удържки в полза на ПОД.

Не е случайно, че и десетте ПОД учредиха и управляват и трите допълнителни пенсионни фонда. В случай, че дадено дружество не управлява ППФ, много лесно неговите членове в УПФ, които работят в условията на първа и втора категория труд, биха били убедени да се прехвърлят в УПФ, управляван от дружеството, което управлява и техния ППФ. Ето защо, основателно е да считаме, че цената на едно осигурено лице в УПФ намалява, в случай че дадено ПОД не управлява ППФ и/или ДПФ. Стигаме до извода, че при оценката на ПОД, за дружеството се анализират определени финансови показатели, докато за фондовете се подготвя в известна степен актюерски баланс и актюерски разчет. Вторият извод, е че анализът на допълнителните пенсионни фондове носи определена информативност относно финансовото състояние на пенсионното дружество.

В точка 1 на Втора Глава изяснихме основните подходи за извършване на оценка на цяло предприятие. Три са основните подходи:

- ✓ Подход на основата на активите;
- ✓ Подход на основата на доходите;
- ✓ Подход на основата на пазарните сравнения.

При подбора на метод за оценка на ПОД се ръководим от избора на онзи метод, който в най-голяма степен да отчете спецификата на дейността на ПОД.

При прилагане метода на основата на активите на ПОД, извършваме коригиране активите и пасивите на анализираното дружество. За да получим цената на ПОД, от коригираната стойност на активите изваждаме стойността на привлечения капитал. Основен принцип на този метод е, че стойността на предприятието е равна на настоящата стойност на всички ползи, които могат да се получат в бъдеще чрез продажбата на активите на предприятието. Слабост при прилагането на този метод спрямо пенсионни дружества е неотчитането на приходите от такси и удържки, които дружествата ще имат за един много дълъг времеви хоризонт. Времевият хоризонт може да е безкраен, но се ограничава за целите на изчисляването на стойността. Считаме че, предвид безкрайното съществуване на ПОД, сигурността и предвидимостта в паричните потоци и незначителният дял на дълготрайните материални и нематериални активи в баланса стесняват прилагането на този метод за оценка на ПОД. Считаме, че стойността на дадено пенсионно дружество, определена по метода на нетната стойност на активите, дори не може да ни послужи за ориентир на минималната стойност за дружеството. Минималната стойност значително надвишава стойността определена по метода на нетната стойност на активите.

Накратко ще разгледаме приложението на метода на ликвидационната стойност при оценка на ПОД. В случай че, предприятието прекрати дейността си, при оценката на активите по правило се правят съществени отбивки от цените, а при пасивите – добавки. Цената на предприятието се получава, като от нетната стойност на активите се приспадат разходите по продажбата и ликвидацията на предприятието. Методът на ликвидационната стойност трудно може да се приложи към пенсионна компания. За да приложим този метод, е необходимо да допуснем, че предприятието спира да работи в определен момент. Тогава колко струва имуществото на предприятието в този момент? От изложението дотук се видя, че балансовите активи на пенсионното дружество имат по-малък принос в определяне на стойността на дружеството. По-големият принос е на приходите от управление на допълнителните пенсионни фондове. Аналогично на метода на нетната стойност на активите считаме, че стойността на дадено пенсионно дружество,

определена по метода на ликвидационната стойност, е значително под минималната стойност ПОД.

Нека да разгледаме приложението на метода на дисконтираните парични потоци при оценката на ПОД. Приходният подход е приложим в най-голяма степен за оценяване на ПОД предвид спецификата на паричните потоци на пенсионните дружества. Компаниите извършват основните разходи при учредяване на дружеството и при първоначалното привличане на членове на фондовете. Дружествата получават приходите си регулярно, като приходите се увеличават с нарастване броя на осигурените лица и с размера на управляваните активи. Получава се ефект на натрупване или нарастване стойността на дружеството с нарастване на пазарния дял, броят на осигурените лица и управляваните активи. Спрямо стойността, определена чрез този подход, считаме за разумно да се извърши корекция съобразно паричните средства на дружеството към момента на оценката. По този начин се отчита недостатъка на подхода - пренебрегването на онази част от имуществото, която не е пряко ангажирана в създаването и реализирането на доходите.

При метода на дисконтираните парични потоци се постига най-добра оценка на способността на пенсионното дружество да генерира положителни парични потоци в бъдеще. Според Н. Христович „настоящата стойност на очакваните бъдещи чисти приходи е теоретично най-обоснованата оценка на справедливата пазарна цена на инвестиционния обект”⁵⁵. При ПОД е важно, че този метод отчита инвестираният капитал и финансовият резултат до момента. При пенсионните дружества този метод е комбинация от два анализа – какви нетни парични потоци генерират допълнителните пенсионни фондове и как се управляват собствените средства на дружеството.

При определяне на стойността следва внимателно да се анализират прогнозираните приходи на пенсионното дружество. Възможно е добрите финансови резултати да са повлияни от негативни тенденции в развитието на ПОД – в краткосрочен план оказват положителен ефект върху приходите, но в дългосрочен план имат негативен ефект върху приходите на ПОД.

Трудностите при прогнозирането на бъдещите парични потоци може да се преодолеят чрез групиране на очакваните бъдещи парични потоци според вероятността за тяхното постигане и чрез установяване на интервали за изчисляване на варианти.

⁵⁵ Христович, Н., “Наръчник по бизнесоценяване”, “ФинСис”, София, 1993 г., с. 93

Важността на прогнозиране на бъдещите парични потоци се обуславя от факта, че в общата цена на ПОД по-голяма част имат дисконтираните парични потоци отколкото активите. Съществуват различни подходи за прогнозиране на паричните потоци. Единият подход е определянето на процент, с който да нарастват паричните потоци. Използването на процент съдържа в себе си голяма степен на субективизъм при определянето му. Вторият подход е да се прогнозира развитието на пазара и развитието на анализирания ПОД и като следствие от тях се получават паричните потоци. Третият подход е да се вземат предвид паричните потоци през последните години и да се екстраполират тенденциите в тяхното развитие. Мнението на някои автори (Димитър Ненков)⁵⁶ е, че повечето икономисти използват екстраполиране на паричните потоци от минали периоди. Смятам, че въз основа на спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и на ПОД, използването на втория подход (паричните потоци да се получат като резултат от развитието на пазара и на самото дружество) води до определянето на по-коректна стойност в сравнение с използването на останалите два подхода.

Друг аргумент за определянето на метода на дисконтираните парични потоци като най-подходящ за оценката на ПОД е времето на съществуване на дружеството. На някои места в изложението споменахме, че приемаме за безкраен периодът на съществуване на ПОД. Този извод се основава на времетраенето на договорите, които осигуряват основните приходи на ПОД – таксите и удръжките от осигурителните вноски и активите на фондовете. Нещо повече, осигуряването разглеждано на ниво едно лице е срочно, но безсрочно е дейността по допълнително пенсионно осигуряване. При определянето на инвестиционния хоризонт вземаме предвид задължителния характер и обхвата на осигурените лица при осигуряване в УПФ и ППФ. Поради тази причина в модела по-долу ние използваме терминална стойност, която е стойността на ПОД за следпрогнозния петгодишен период.

Важен елемент при прилагането на метода на дисконтираните парични потоци е изборът на подходяща норма на дисконтиране. Определянето на норма на дисконтиране се налага от преобразуването на очакваните доходи в стойност. В икономическата литература се възприема, че нормата на дисконтиране е нормата на възвръщаемост на алтернативните варианти за инвестиране или алтернативната цена на капитала. Според М. Александрова „нормата на дисконтиране изпълнява ролята на минимална приемлива

⁵⁶ Ненков, Д., „Оценка на инвестициите в реални активи“, УИ „Стопанство“, София, 2005 г., с. 57

граница за средногодишната норма на възвръщаемост на капитала, който ще бъде инвестиран при осъществяване на инвестиционния проект.”⁵⁷ Считаме, че размерът на дисконтовата норма при оценката на ПОД следва да отразява изискуемата норма на възвръщаемост на алтернативни варианти за инвестиране при сходни инвестиционни характеристики – очаквана възвръщаемост и риск при реализиране на бъдещите парични потоци. Н. Христович определя основните фактори, които според него влияят върху размера на нормата на дисконтиране⁵⁸: ОЛП на БНБ и пазарните лихвени проценти на търговските банки по депозитите и кредитите; очакваното равнище на инфлацията за разглеждания период; осреднената стойност на капитала в бранша и равнището на инвестиционния риск. Считаме, че така изброените фактори са приложими и за пазара на допълнително пенсионно осигуряване. В модела по-долу, при определянето на норма на дисконтиране взимаме под внимание фактори, като нивата на лихвените проценти на финансовите пазари в България, очакваните от инвеститорите норми на възвръщаемост за инвестиционни проекти в страната и рисковите характеристики на очакваните доходи, като отчитаме риска за страната, пазара и за анализираното ПОД. При определянето на норма на дисконтиране изследваме използваните норми при оценки на пенсионни компании или на компании, сходни с ПОД (банки, общозастрахователни компании, животозастрахователни компании). При оценката на ПОД определяме променлив или постоянен да бъде размерът на нормата за разглежданите периоди – прогнозен и следпрогнозен период.

При пенсионните дружества е налице едноелементна структура на капитал – дружествата нямат привлечен дългов капитал, а капиталът е единствено от акционерите на дружеството. При ПОД цената на финансирането със собствен капитал е изискуемата норма на възвръщаемост на обикновените акционери. Тя може да се дефинира по следните начини: чрез безрисковия лихвен процент плюс рискова премия; чрез метода на оценка на капиталовите активи и чрез метода на дисконтираните парични потоци.

С не по-малка важност за определяне на стойността на пенсионно дружество от нормата на дисконтиране е изборът каква да бъде нормата на растеж на очакваните парични потоци. Прогнозата отчита очакванията за стойностите както на разходите, така и на приходите на ПОД. Считаме, че ще бъде слабост на оценката, ако безусловно приемем, че ръстът на приходите значително изпреварва ръста на разходите, като

⁵⁷ Александрова, М., „Оптимизация на инвестиционния избор”, „Тракия-М”, София, 2001 г., с. 109

⁵⁸ Христович, Н., “Наръчник по бизнесоценяване”, “ФинСис”, София, 1993 г., с. 101

обикновено причините, които се изтъкват в такива случаи от финансови анализатори, са: по-ефективно управление на разходите в следващите години; ниско равнище на инфлацията през следващите години; увеличение на приходите поради нарастващи постъпления от осигурителни вноски и нарастващия обем на управляваните активи; намаляване на разходите за обслужване на едно осигурено лице поради нарастване броя на осигурените лица в даден допълнителен пенсионен фонд. Един от основните фактори за определяне на нормата на растеж на очакваните парични потоци е развитието на всеки един от допълнителните пенсионни фондове, управлявани от пенсионното дружество. Считаме, че за развитието на даден допълнителен пенсионен фонд освен факторите, изброени в предходните глави и раздели, от значение е и структурата на осигурените лица:

- ✓ Доколко сигурни са постъпленията от вноски?
- ✓ Съществува ли възможност за растеж на постъпленията от вноски?
- ✓ Съществува ли голяма концентрация на определени групи осигурени лица – предприятия от един бранш или регион, осигурени лица от един регион, бранш или професия?
- ✓ Каква е възрастовата структура на осигурените лица?
- ✓ Каква е структурата на лицата по доходи?
- ✓ Доколко осигурените лица осъзнават принадлежност към даден пенсионен фонд?

Постоянният темп на растеж не трябва да е по-висок от очаквания ръст в икономиката на страната⁵⁹. Имайки предвид всички тези фактори определяме 2% постоянен темп на растеж на ПОД в следпрогнозния период. Този размер е изражение на разликата между 5% и 3%, като последният процент отразява нарастването на осигурителните плащания от допълнителните пенсионни фондове и общественият натиск за намаляване на таксите на ПОД. Считаме, че до 2021 г. ПОД се намират във фазата на натрупване на средства в допълнителните пенсионни фондове. Към настоящия момент в ППФ и ДПФ съществува изплащане на средства към осигурени лица и пенсионери. Плащанията от фонда с най-голям дял от активите на ФДПО, Универсалният пенсионен фонд, започнаха от месец септември 2021 г., като тези плащания постепенно ще заемат най-голям дял от всички осигурителни плащания.

⁵⁹ Damodaran, A., "Corporate Finance, Theory and practice", New York, John Wiley & Sons, 1997, p. 621

Дотук определената цена на ПОД се формира само въз основа на очакваните парични потоци. ПОД притежава определени активи, които не носят бъдещи доходи – паричните средства. Ето защо, следващата ни стъпка е в цената да отчетем паричните средства, които притежава ПОД в базовата (нулевата) година.

Д. Ненков застъпва становището⁶⁰, че методът на дисконтираните парични потоци не е подходящ при висока инфлация и при висока степен на несигурност. При тези условия методът намалява своята полезност, като намалената полезност можем да отразим чрез намаляване на теглото на оценката по този метод за сметка на увеличаване на теглата на останали методи при определяне на крайната цена. Освен това, считам, че инфлацията и несигурността могат да бъдат отразени в нормата на дисконтиране и в темп на растеж на анализираното ПОД. Въпреки цитираните недостатъци, считаме че методът на дисконтираните парични потоци в най-голяма степен отчита спецификата на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и характеристиките на финансовите отношения в ПОД. Неговите недостатъци неутрализираме като комбинираме цената по този метод с цената на ПОД, определена по метод на предприятието-аналог.

Нека да разгледаме приложението на метода на предприятието-аналог при оценката на пенсионноосигурително дружество. Методът на предприятието-аналог може да се приложи за пенсионна компания, но е необходимо да се извърши анализ за съпоставимостта на анализираното дружество и предприятието-аналог. За изчисляването на стойността на анализираното дружество, може да се използват някои от следните методи:

- ✓ цена на основата на пазарен дял по осигурени лица;
- ✓ цена на основата на пазарен дял по активи;
- ✓ цена на основата на приходи от продажби;
- ✓ цена на основата на общи приходи;
- ✓ цена на основата на финансов резултат.

Прилагането на подобни съотношения е известно като пазарни множители. При оценката на пенсионно дружество търсим онези пазарни множители, които са най-адекватни към спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и характеристиките на анализираното дружество.

⁶⁰ Ненков, Д., “Оценка на инвестициите в реални активи”, УИ „Стопанство”, София, 2005 г., с. 41

Останалите често споменавани методи (цена/паричен поток, цена/счетоводна стойност, цена/дивидент)⁶¹ са с ограничено приложение при ПОД. Причината е в голямата разлика между счетоводната стойност на акцията и стойността, определена на базата на приходния подход. Втора причина е етапът на развитие на пазара по допълнително пенсионно осигуряване и на пенсионните компании. При сделки за покупка на дадено дружество обикновено се съпоставя договорената цена със счетоводната стойност на акция. Предвид концепциите за бъдещите парични потоци, като водещ фактор за цената на дружество, е нормално покупната цена да надвишава счетоводната стойност на предприятието. Размерът на надвишението зависи от отрасъла, бранша и особеностите на самото предприятие. Например, при банките се счита за нормално цената да надвишава 3-4 пъти счетоводната стойност на дружеството. В изложението по-горе бе аргументирано защо счетоводната стойност на пенсионните дружества не е единственият и достатъчен индикатор, въз основа на който може да се направи надеждна оценка на стойността.

Пазарните множители за предприятията аналози и сравнителният анализ на качествените и количествените фактори се използват съвместно за определяне на подходящи пазарни съотношения, които да се приложат спрямо подлежащото на оценка предприятие. Този подход използваме и при ПОД. След като сме определили пазарните множители, проверяваме дали се налагат корекции в пазарния множител, които корекции отразяват различията между оценяваното предприятие и предприятието-еталон. ПОД, които са част от финансово-застрахователни холдинги, могат да се сравняват с ПОД, които са част от индустриални холдинги, след като се извършат корекции в пазарните множители. Пенсионни дружества, които функционират от 1994 г., могат да бъдат сравнявани с дружества, които са започнали дейността си през 2003 г., отново след корекции в пазарните множители.

Въз основа на анализа до момента, формулираме следните изводи за прилагането на метода на предприятието-аналог при оценката на пенсионно дружество в България. Поради големите разлики между ПОД във фазата на създаване, фазата на привличане на членове и фазата на управление, както и поради акционерната структура и обвързаността на пенсионното дружество с неговите акционери или свързаните с тях лица, считаме че цената изчислена по този метод не следва да е определяща при формиране на крайната цена. Въпреки това, този метод е подходящ, тъй като ни дава представа как пазарът

⁶¹ Ненков, Д., "Оценка на инвестициите в реални активи", УИ „Стопанство“, София, 2005 г., с. 38

оценява пенсионните дружества. Предвид особеностите на пазара на допълнително пенсионно осигуряване, считаме че тежестта на цената по този метод не следва да е повече от 15-20 %.

В теорията и практиката се използват т.н. „смесени методи“ за определяне стойността на предприятие. Тези методи се основават на подхода за определяне стойността на предприятието, при която като компоненти на оценката участват както очакваните бъдещи доходи, така и стойността на неговите активи. Стойността се определя, като сумата от очакваните доходи и разполагаемите активи се разделя на две. Стойността на активите се коригира с компонента, която зависи от доходите на предприятието. Корекцията се извършва като към стойността на активите се прибавя надценка, чийто размер се определя от олихвяването на собствения капитал над нормалния лихвен процент за страната. Считаме, че използването на така описаните смесени методи не е коректно за ПОД, предвид водещата роля на паричните потоци спрямо активите при формирането на общата цена.

В преобладаващата част от изследванията на оценката на предприятие (В. Касърова, Ив. Илиев, Д. Ненков, Ил. Гувески, Ас. Дамодаран, Дж. Зукин) се препоръчва използването на повече от един метод при определяне на крайната цена, т.н. комбинация от методи при оценката на пенсионно дружество. При ПОД определихме, че нетните паричните потоци са определящият фактор за извеждане стойността на дружеството. Прогнозирането на нетните парични потоци е свързано с недостатъци, които споменахме по-горе в изследването. Тези недостатъци при оценката на ПОД по метода на дисконтираните нетни парични потоци в известна степен се избягват като се използват други методи за оценка на ПОД. От останалите методи, най-приложим за ПОД е методът на предприятието-аналог. Цената, определена по метода на предприятието-аналог, също съдържа значителни недостатъци – разлики в икономическите характеристики на двете дружества, различния етап на развитие на ПОД, различните перспективи пред развитието на двете дружества, надеждността на информацията относно обявената цена на предприятието-аналог и др. Друг аргумент, е че методът на предприятието-аналог не отчита възможността справедливата пазарна стойност да надвиши стойността на замяната. Такъв случай имаме, когато стойността на предприятието се повишава в следствие на стойността на неосезаемите активи. Концепцията за отчитане стойността на неосезаемите активи се основава на разбирането, че стойността на едно действащо

печелившо предприятие не е само механичен сбор от стойността на отделните му активи, а се определя основно от степента на доходоносност и възвръщаемост.

На тази основа, считаме че за определяне на справедливата пазарна цена на ПОД е целесъобразно да се използва комбинация от двата метода при тегла от 90 % на цената по метода на дисконтираните нетни парични потоци и 10 % на цената по метода на предприятието-аналог. Съотношението между теглата на двете цени може да се различават /например 80% към 20%, 70% към 30% и др./ в зависимост от близостта в икономическите характеристики и перспективите за развитие пред двете дружества.

За да получим крайната цена на ПОД по модела, който предлагаме, е необходимо да определим тегла на стойностите, изчислени по двата метода. По-рано обосновахме, че тежестта на стойността определена по метода на предприятието-аналог е не повече от 15-20 %. При изчисляване на цената само по метода на предприятието-аналог, където имаме шест цени в следствие на шест пазарни множители, определяме средна. Средната получаваме чрез определянето на тегла на четири от шестте стойности, което обосновахме в предходния параграф. Логично е на пазар, при който дружествата са трудно сравними в своето развитие да се вземе малка тежест на стойността по метода на предприятието-аналог. Ето защо, определяме 10% тежест на общата цена получена по метода на предприятието-аналог и 90% тежест на цената, изчислена по метода на дисконтираните парични потоци.

Считаме, че така представената система от техники и показатели за оценка на ПОД, в максимална степен отразява пазарните характеристики, явления, процеси, тенденции и очаквания. По този начин цената, определена чрез този подход, се доближава максимално до справедливата пазарна стойност на ПОД.

Освен с практическите аспекти изборът на метод за оценка на ПОД се подкрепя от теорията в тази област. Поддръжниците на фундаменталната теория предлагат подход за оценката на компании, чиито акции не се продават на организирания капиталов пазар⁶². Фундаменталната теория е насочена към източниците на стойност за активите. По-рано в изследването приехме, че основната цел на функционирането на компаниите (в частност и на ПОД) е максимизиране на стойността за техните собственици. От гледна точка оценката на ПОД интерес представлява дали има други възможни приоритети.

⁶² Ненков, Д., "Възможности за оценка на обикновените акции в условията на развиващи се капиталови пазари, в т. ч. в България", Сборник доклади на Трета международна научна конференция на младите научни работници, УИ „Стопанство”, София, 2003 г. с. 101

Някои от тях са: растеж на доходите; възвръщаемост на инвестициите; ценова конкурентност; лидерство в пазарните дялове; социални мотиви; екологични съображения и благополучие на работещите в предприятието.

Считаме, че изброените може да се възприемат като средство за постигане на крайната цел – подобряване на присъщата стойност на собствения капитал на акционерите. Основен носител на стойността на всяка една компания са активите, които тя притежава. Обикновените акции са документи за собственост върху доходите и активите на компанията. Колкото по-благоприятни са перспективите за бъдещето, толкова по-висока е оценката на акциите на компанията. Подобна логика важи и за паричните потоци, предопределящи стойността на реалните активи на компанията. Паричните потоци са за неограничено дълъг период, тъй като се предполага, че няма причина да се преустанови дейността на компанията.

Аргументите против надеждността на фундаменталния подход се коренят в несигурността относно прогнозирането на бъдещите доходи и определянето на нормата на тяхното дисконтиране.

Друга теоретична основа при избора на подход и метод за оценка на ПОД е чартистката или техническа теория. Според нея историята има свойството да се повтаря, следователно на основата на минали движения може да се предвиждат бъдещи резултати. Последователите на чартистката теория не се интересуват от дългосрочно инвестиране на средства. Водещ при тях е спекулативният елемент. По-рано в изследването обосновахме защо миналите резултати са с по-малка стойност за бъдещото прогнозиране на развитието на ПОД.

Трета възможна теоретична постановка на основата, на която да изберем метод за оценка на ПОД е теорията на случайните движения (theory of random walks). Имаме основания да разглеждаме тази теория, тъй като считаме че пазарът на допълнително пенсионно осигуряване не е ефективен. Мнението ни се основава на фактите, че действащите десет ПОД са в различен етап на развитие, създадени са по различно време, различен е етапът им на развитие по времето на първоначалното набиране на осигурени лица, различни инвестиции са направени при първоначалното разпределение на пазара, различни са перспективите за развитие пред дружествата при сегашната ситуация на пазара на допълнително пенсионно осигуряване. Въпреки, че теорията изследва основно капиталовите пазари, някои изводите и принципите са съотносими към пазара на допълнително пенсионно осигуряване. Поддръжниците на тази теория смятат, че

присъщите цени на компаниите се различават от фактическите цени. Те поддържат мнението, че пазарът е този, който рано или късно би следвало да доведе цената до действителната стойност, но предвид динамиката на процесите вътре в самите компании, както и средата на тяхното функциониране, самата стойност на акциите се променя преди още пазарът да е успял да елиминира колебанията на цените около предишната стойност. Приложението на тази теория към пазара на допълнително пенсионно осигуряване е силно ограничено, предвид факта, че валидността на теорията на случайните движения е преди всичко за цените на обикновените акции на организирания фондов пазар. Както вече знаем акциите на ПОД не се търгуват на организирани пазари. Смята се, че двете теории не са тествани и в условията на развиващи се капиталови пазари.

Тр. Трифонов защитава идеята при изчисляване на стойността на дадено дружество да се използва настояща стойност на перпетюитет (perpetuity) - безкраен анюитет.⁶³

$$(1) \quad PVP = \frac{ICF_1}{r},$$

където:

PVP- настояща стойност на перпетюитет;

ICF₁ - входящ паричен поток за година първа;

r - норма на дисконтиране.

Основание да разглеждаме този метод са безкрайните нетни парични потоци на пенсионното дружество. Считаме, че чрез използването на формулата по-горе се намалява необосновано стойността на пенсионноосигурително дружество, тъй като не се отчитат важни специфики на дейността като: обхвата на осигурените лица; спиране на нарастване на резервите с източник увеличение на процента от активите на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване; моментът на формиране на разходите на пенсионната компания; инвестиране активите на допълнителните пенсионни фондове и капитализиране на доходността и др.

По-горе в изследването обосновахме важната роля на инвестиционната политика и инвестиционните резултати в дейността на пенсионните дружества в България. Ето

⁶³ Трифонов, Т. и С. Трифопова, „Финансов анализ на фирмата“, Сиела, 2001 г., с. 21

защо, при оценката на пенсионноосигурителни дружества заслужава внимание анализа на приходите от управление активите на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване. На първо място, инвестиционната политика при управление на активите на допълнителните пенсионни фондове има пряка връзка с приходите на пенсионното дружество. На второ място, следваната инвестиционна политика има важно значение за маркетинговата дейност на ПОД. Автори (Боян Белев) препоръчват пасивното управление при инвестиране на активите на допълнителните пенсионни фондове⁶⁴. Пасивното управление обикновено се свързва с инвестиране в съответни индексни фондове. Счита се, че по този начин се постига по-голяма предсказуемост на резултатите, намаляване на портфейлния риск и по-високи инвестиционни резултати. В САЩ разходите по инвестиране в индексни фондове могат да бъдат под 0.2% от размера на управляваните активи. При активното управление, нормално е разходите да бъдат значително по-високи.

Когато е заложено изискване за минимална доходност, пенсионните фондове обикновено се стремят да следват сходна един на друг и по-консервативна инвестиционна политика. Обикновено дружествата инвестират в ценни книжа подобни на тези, в които са инвестирали останалите играчи от същия бизнес, тъй като ако някой от тях постигне прекалено ниски резултати в сравнение със средните на пазара, това може да доведе значителни финансови загуби и затруднения. Минималното равнище на доходност е спрямо средната постигната от индустрията. По този начин средната стойност за индустрията ще бъде определена от тенденциите в икономиката. Реализирането на тази хипотеза е малко вероятно в България. Това наше твърдение намира доказателство в практиката по структуриране и управление на портфейлите на допълнителните пенсионни фондове в страната. Съществуват значими различия между пенсионните фондове в относителните дялове на държавни ценни книжа, корпоративни облигации, колективни инвестиционни схеми, преки инвестиции в акции, инвестиции в недвижими имоти и парични наличности.

От една страна, ПОД са под натиск да постигат високи инвестиционни резултати, за да нарастват натрупаните средства, а оттук и размера на пенсията. От друга страна, управлението на активите на ФДПО е съпроводено с множество ограничения. По-рано в изследването обосновахме необходимостта от държавна намеса и стриктна регулация, но считаме, че мерките само в тази посока ще навредят на самата пенсионна реформа и

⁶⁴ Белев, Б. „Бъдещите пенсионери ще споделят ли съдбата на сегашните“, в. Капитал, 23-29.10.2004 г.

пенсионна система. Опасността е от натрупването на малки по размер средства по личните сметки на осигурените лица. Прави впечатление, че липсва пълен комплекс от мерки за гарантиране сигурността на инвестициите на пенсионните фондове и за създаването на предпоставки за постигане на висока доходност.

Анализът на позициите на ФДПО в банкови депозити и/или държавни ценни книжа е необходимо да обхваща: размерът на инвестициите; размерът на лихвения процент; концентрацията в една емисия/в една или няколко банки; срочността (дюрацията) на конкретната инвестиция; стабилността на банката; валутата на инвестицията.

По какъв начин се стимулират пенсионните дружества да постигат по-висока доходност? Единият от методите е чрез инвестиционната такса – ПОД са стимулирани да постигат висока доходност, когато приходите им от инвестиционна такса са обвързани с абсолютната сума на доходността. Този начин на изчисляване на инвестиционната такса се прилага при управлението на активите на Доброволния пенсионен фонд. В допълнителните задължителни пенсионни фондове, инвестиционната такса е обвързана с размера на управляваните активи. Защо поставяме въпроса какво значение има мотивацията на ПОД да постигат по-висока доходност от управление на активите на допълнителните пенсионни фондове? Отговорът на този въпрос е в изчисленията на Международната федерация на администраторите на пенсионни фондове - всеки 1 % увеличение на доходността на фондовете води до 25 % по-висока пенсия при акумулиране на спестявания в продължение на 40 години⁶⁵.

Допълнителна информация за анализа на дейността по управление активите на допълнителните пенсионни фондове носи проучването на емитентите, чиито ценни книги са част от портфейла на пенсионния фонд. Някои експерти (Уилям Шипман) определят състава на т.н. „разумен портфейл” – портфейл, който съдържа 70% акции и 30% облигации⁶⁶. Позицията на тези автори следва да се приема с определени условия, защото съдържанието на портфейла зависи от етапа на развитие на капиталовия пазар на съответната страна, от структурата на пенсионния фонд – пол и възраст на осигурените лица, от правата на осигурените лица в пенсионния фонд и др.

⁶⁵ Международна федерация на администраторите на пенсионни фондове (FIAP), „Дванадесет основни правила за една добра пенсионноосигурителна система”, серия международни изследвания, <http://www.fiap.cl>, 2003 г., с. 4

⁶⁶ Shipman, W.G., „Private social security accounts are best long-term investment despite market jitters”, Cato Institute, <http://www.socialsecurity.org>

При оценката е необходимо де се подложат на анализ инвестиционните портфейли на фондовете, най-малкото поради три причини:

- ✓ Доходността е основният показател за сравнимост на дружествата от гл. т. на осигурените лица;
- ✓ Доходността е важен показател и за настоящите членове на фонда, след като те имат правото да прехвърлят индивидуалната си партия в друг съответен пенсионен фонд;
- ✓ Доходността участва и е един от факторите, въз основа на които се извършва служебното разпределение на осигурените лица в допълнителните задължителни пенсионни фондове.

От изменението на нетните активи на фондовете може да се проследи каква част от дохода от инвестиции се дължи на преоценка и каква част от лихви и дивиденди. Преобладаващият дял на дохода от преоценка в изменението на нетните активи съдържа по-висока степен на риск спрямо наличието на по-малък дял на дохода от преоценка, тъй като:

- ✓ Цените на ценните книжа могат да се понижат, което ще доведе до намаляване на дохода от преоценка;
- ✓ Цените е възможно да са стигнали достатъчно високо равнище, което да изчерпва възможностите за по-нататъшно увеличаване.

Считаме, че при анализа на управлението на портфейла на ФДПО следва да се вземе предвид какви процедури, техники и мерки предприема ПОД за управление на риска. Управлението на риска разглеждаме както по отношение на портфейла, така и при отделните търговски операции с финансови инструменти. Един от видовете риск, за които следва да се събере информация е кредитният риск. Тук е важно какви техники се прилагат при управление на риска от неизпълнение на ангажменти от страна на контрагенти при операции с търгуеми инструменти. Проучва се дали се извършва наблюдение на рисковата експозиция предвид колебанията на справедливата стойност на търгуемите инструменти. На анализ се подлагат обезпеченията по дълговите инструменти и кредитния рейтинг на емитентите.

Инвестиционната политика на ПОД се разглежда и от гледна точка на рисковете, на които ФДПО са изложени в резултат на нетърговските си операции.

1. Относно матуритетната структура. Активите на ФДПО разглеждаме в зависимост от матуритетната структура по видове активи.

2. Валутен риск. Анализът на портфейла обхваща политиката по управление на валутния риск, осъществявана от ПОД. Проследяваме дали се извършват значителни операции, дали се поддържат отворени позиции в чуждестранна валута, различна от евро, и в какъв размер.

3. Лихвен риск. Проследяваме в каква степен се извършват дейности по управление на риска с цел оптимизиране на нетния доход от лихви при дадени пазарни лихвени равнища в съответствие с бизнес стратегиите на ПОД.

При установяване на висок риск, анализаторът може да извърши отбив от прогнозните резултати при инвестиране активите на ФДПО.

Друг тип изисквания в законодателството относно управлението на активите на ФДПО са изискванията за минимални ликвидни средства във ФДПО. Под „текущи задължения” в този случай се вземат текущите задължения към осигурените лица, пенсионерите, ПОД и други текущи задължения. Дългосрочните задължения към осигурените лица включват сумите по индивидуалните партии на осигурените лица в ДПФ. След първоначалното им възникване задълженията нарастват със стойността на разпределената доходност от инвестиционната дейност на ДПФ и намаляват с размера на изплатените на лицата суми. Дългосрочните задължения към пенсионерите включват сумите по пенсионните партии на пенсионерите в ДПФ. След първоначалното им възникване задълженията нарастват със стойността на разпределената доходност от инвестиционната дейност на ДПФ и намаляват с размера на изплатените на лицата суми. Краткосрочните задължения включват задълженията към осигурени лица и пенсионери, подлежащи на изплащане в рамките на следващите 12 месеца, задълженията към ПОД и други. Сумата на задълженията към осигурените лица и пенсионерите е формирана от предстоящите пенсионни плащания през следващите 12 месеца, както и от изплатените до края на месец януари, следващата година, предсрочно изтеглени суми от осигурени лица. Другите задължения представляват удържан от осигурените лица данък - за суми, изплатени преди настъпване на осигурителен случай, който данък е еднократен и окончателен, съгласно ЗДДФЛ и е дължим на републиканския бюджет. Когато към края на отчетния период ДПФ изплаща пожизнена наследствена пенсия на осигурени лица, се изчислява настоящата стойност на бъдещите плащания по тези пенсии след изчерпване на средствата, натрупани по партията на осигурените лица и на база на прогноза за продължителността на живот на осигурените лица.

Анализът на структурата на инвестициите в ценни книжа, търгувани на регулираните пазари, следва да обхваща: облигации или акции; валута; срочност на облигациите; компания/емитент. Анализът на структурата на инвестициите в ипотечни облигации и общински облигации следва да обхваща: банка/община-издател; валута; срочност на облигациите; фиксирани или променливи лихвени плащания. Съгласно разпоредбите на Глава 25 от КСО, считано от месец май 2004 г., не се допуска ползването на инвестиционните имоти, собственост на допълнителен пенсионен фонд, за нуждите на ПОД. ПОД не могат да инвестират нито своите активи, нито активите на управляваните от него пенсионни фондове в ценни книжа, издадени от акционери на ПОД, банката-попечител или на свързани с тях лица. По този начин се неутрализира възможността управляващото дружество да инвестира активите на пенсионните фондове в интерес на частни цели и за сметка на осигурените лица. При анализа на ценните книжа е необходимо да се извърши оценка на влиянието на световната икономика и по-точно - на процеса на глобализация върху портфейла на допълнителните пенсионни фондове и на пенсионното дружество. Причината е, че тенденциите и явленията на международните капиталови и финансови пазари могат да се отразят в една или друга степен на българските капиталови и финансови пазари. Освен това България поддържа значителен стокообмен с чужбина и икономиката на България е силно зависима от външни събития и явления. В допълнение необходимо е да се анализира взаимовръзката между различните класове активи и ценните книжа в даден клас активи за постигането на диверсификация на портфейла. При прибавянето на чуждестранни ценни книжа в портфейла се намалява общият риск на портфейла, тъй като чуждестранните ценни книжа не са или са слабо корелирани с българската икономика или капиталов пазар. При инвестициите извън страната портфейлът на пенсионния фонд ще бъде изложен на валутен риск. Този риск се поражда от несигурността на бъдещите стойности на валутните курсове. Съществува възможност за хеджиране на валутния риск, при което може да се увеличи възвръщаемостта на портфейла. Въпреки това ползите от хеджирането се натрупват само ако портфейлът съдържа значително количество чуждестранни ценни книжа. При портфейл с малък дял на чуждестранните ценни книжа се намалява волатилността на портфейла, но се увеличава корелацията между активите. В този случай може да се стигне до ситуацията, при която разходите за хеджирането надвишават малките ползи.

В настоящата точка от изследването извършихме анализ на приложимостта на известните методи за оценка на цяло предприятие към пенсионните дружества в България. На основата на този анализ изведохме модел за оценка на пенсионноосигурително дружество. В изложението формулирахме 20 стъпки, които според нас представляват системата за оценка на пенсионно дружество.

Въз основа на изводите в тази точка от изследването, ние възприемаме становището на поддръжниците на фундаменталната теория, че акцията има присъща стойност, която стойност зависи от потенциала да носи доход. Този потенциал зависи от фундаментални фактори като: качество на мениджмънт, изгледи за развитие на анализираното предприятие, отрасъла и на икономиката като цяло. Прилагането на фундаменталната теория води до използване на метода на дисконтираните бъдещи парични потоци с най-голяма тежест при определяне на крайната цена на ПОД.

Обосновахме, че методът на дисконтираните парични потоци формира цена, макар и много близка, но в известна степен различна от справедливата пазарна стойност на ПОД и затова потърсихме допълващ метод за оценка. За оценката на ПОД считаме, че чрез методът на дисконтираните парични потоци и методът на предприятия-аналози се определя стойност, която е най-близко до справедливата пазарна стойност на ПОД. Преценката за тежестта на цените, изчислени по тези методи, в общата цена на ПОД зависи от степента на съпоставимост на анализираното ПОД и пенсионната компания-аналог.

2. Аprobация на модела за оценка въз основа на информация за пазарни сделки по сливания и придобивания на пенсионноосигурителни дружества

На пазара на допълнително пенсионно осигуряване, в частност в ПОД, се осъществяват характерните преобразувания за всеки друг подобен пазар – придобиване на дялове от нови акционери, увеличаване на дяловете на съществуващи акционери, придобиване на едно ПОД от друго чрез вливане на допълнителните пенсионни фондове, създаване на нови ПОД и ликвидация на съществуващи ПОД.

В следващата таблица е обобщена информация за лицензирането на нови пенсионни компании и прекратяване на дейността на съществуващи пенсионни дружества.

Таблица № 19.

Лицензиране и прекратяване на дейността на пенсионноосигурителни дружества в България за периода 2000 – 2021 г.

ПОК Доверие, ПОК Съгласие, ПОК ДСК-Родина, БПОД, ПОД Алианс България, ЕнЕн ПОД, ПОАД ЦКБ-Сила	Извършващи до момента дейност пенсионни компании се лицензират	2000 г.
ПОД Лукойл Гарант-България	Лицензира се ново дружество	2000 г.
ПОАД Берлинеше лебен	Лицензира се ново дружество, което след няколко месеца прекратява дейността си	2001 г.
ПОД-Бъдеще	Лицензира се ново дружество	2003 г.
ПОД Топлина	Лицензира се ново дружество	2006 г.
Пенсионноосигурителен институт	Лицензира се ново дружество	2007 г.
ПОД Утре	Лицензира се ново дружество, което след няколко месеца прекратява дейността си	2014 г.
ПОД ДаллБогт: Живот и Здраве	Лицензира се ново дружество	2021 г.

Източник: Авторът

Първоначалното лицензиране на пенсионните дружества се осъществи през месец септември 2000 г. Седем от съществуващите до момента пенсионни компании получиха лиценз. По това време договори за доброволно пенсионно осигуряване сключваха над 70 компании. В края на 2000 г. лиценз получи и ново за пазара пенсионно дружество - Лукойл Гарант-България. През 2001 г. едно от новолицензираните дружества ПОД Берлинеше Лебен, което бе с акционери германски компании, преустанови дейност чрез доброволна ликвидация.

ДЗИ Пенсионно осигуряване получи лиценз за извършване на дейност през 2003 г. През май-юни 2007 г. ДЗИ Пенсионно осигуряване промени името си на ПОД-Бъдеще, тъй като новите собственици на ЗПАД ДЗИ и на ДЗИ Банк не закупили пенсионната компания от бившите собственици на застрахователните дружества и банката от групата на ДЗИ.

През 2006 г. и 2007 г. две новосъздадени пенсионни дружества получиха лиценз за извършване на дейност, съответно ПОД Топлина и Пенсионноосигурителен институт.

Новосъздадено пенсионно дружество получи лиценз през 2014 г. – ПОД Утре. Няколко месеца по-късно акционерите на дружеството решиха да не развиват дейност и дружеството бе прекратено.

В средата на 2021 г. бе лицензирана нова пенсионна компания – ПОД ДаллБогг: Живот и здраве. Фондовете на новото дружество започнаха дейност в края на 2021 г. и началото на 2022 г.

Анализът на информацията за създаване, лицензиране и развитие на пенсионните компании показва, че пазарът е стабилен и предсказуем, като рядко навлизат нови играчи. Причината за малкото нови играчи са високите бариери /капиталови и други изисквания/ за навлизане на други пенсионноосигурителни дружества и разпределения пазара на осигурени лица, което затруднява нови дружества да изградят добър пазарен дял по членове на пенсионните фондове. За оценката на ПОД от значение е навлизането и напускане на пазара на пенсионни компании, тъй като тези процеси влияят върху пазарния дял, паричните потоци, финансовите резултати и стойността на анализираното дружество.

В следващата таблица е обобщена информацията за основните преобразувания в ПОД за последните 22 години.

Таблица № 20.

Основни сделки по покупко-продажба на мажоритарни дялове на пенсионноосигурителни дружества в България за периода 2000 – 2021 г.

ПОД	Сделка	Година
ПОК Солидарност	ИНГ Континентал Юрп Холдинг придобива мажоритарния дял на Доверие Обединен Холдинг	2000 г.
ПОАД Сила	Нютон финанс придобива мажоритарен дял	2000 г.
ПОАД Нютон Сила	Компании от холдинг Химимпорт купуват мажоритарния дял на Нютон финанс	2002 г.
СКПОК Родина	Банка ДСК изкупува дела на БАИФ	2003 г.
БПОД / ПОК Доверие	ПОК Доверие придобива БПОД	2003 г.
ПОК Съгласие	Компании от холдинг Химимпорт купуват мажоритарния дял на Орел-Г Холдинг	2005 г.
ПОК Доверие	Нови акционери придобиват участие в основния акционер БЗП Груп	2007 г.
ПОАД ЦКБ-Сила / ПОД Лукойл Гарант-България	ПОАД ЦКБ-Сила придобива ПОД Лукойл Гарант-България	2010 г.
ПОД-Бъдеще	Нови акционери в ПОД са Медианет Индъстрис СА с 90.2% и Синтетика с 9.8%	2012 г.
ПОК Доверие	Заявен интерес от офшорни компании за покупка на мажоритарния дял от 92.58%	2013 г.
ЕнЕн ПОД / ПОК ОББ	ДЗИ Животозастраховане придобива ЕнЕн ПОД	2021 г.

Източник: Авторът

Най-съществените преобразувания и смяна акционери могат да бъдат обобщени както следва. Непосредствено преди първоначалното лицензиране на дружествата (осъществило се през септември 2000 г.) на пазара започна да развива дейност чуждестранен инвеститор – нидерландската група Ай Ен Джи Интернешънъл чрез закупуване на действащо до момента дружество - ПОК Солидарност /впоследствие дружеството смени името си на Ен Ен ПОД/. В началото на 2021 г. белгийската група КВС обяви закупуването на пенсионния и животозастрахователния бизнес на Ен Ен в България. Обявената цена на сделката е 77.7 млн. евро. Формално едноличен собственик на капитала на пенсионното дружество стана животозастрахователната компания от групата на КВС ДЗИ Животозастраховане. Дружеството смени името си на Пенсионноосигурителна компания ОББ.

Две от първоначално лицензираните ПОД осъществиха вливане през 2003 г. – на 29.05.2003 г. Българско пенсионно осигурително дружество /БПОД/ се вля в ПОК Доверие. Друга пенсионна компания бе изкупена от нов собственик - ПОК Сила преди лицензирането бе закупено от чешката група Нютон, а впоследствие през ноември 2002 г. ПОАД Нютон Сила отново смени собствениците си и се преименува на ПОАД ЦКБ-

Сила. В Спестовно кооперативна пенсионно осигурителна компания Родина /СКПОК Родина/ настъпиха значителни промени в акционерната структура през периода 2000-2003 г. - акционерният дял на Българо-американски инвестиционен фонд /БАИФ/ бе изкупен от другия основен акционер Банка ДСК и дружеството бе преименувано на ПОК ДСК-Родина. В третата по големина пенсионна компания по това време, ПОК Съгласие, през септември 2005 г. се смени основният акционер, като новите акционери бяха компании от групата на Химимпорт.

През февруари 2007 г. в ПОК Доверие влязоха нови акционери, чрез придобиване на участие в основния акционер БЗП Груп. През април 2007 г. в Лукойл Гарант-България бе променен мажоритарния акционер. Впоследствие в края на 2009 г. и началото на 2010 г. бе осъществено вливане на ПОД Лукойл Гарант-България в ПОАД ЦКБ Сила. Според публикувания в Търговския регистър договор за преобразуване, справедливата цена на всяко от двете дружества е както следва: за ПОД Лукойл Гарант-България - 27.429 млн. лв. и за ПОАД ЦКБ-Сила – 30.456 млн. лв. Прави впечатление, че в ПОД Алианс България не е променяна акционерната структура от първоначалното лицензиране на пенсионните компании през 2000 г. Следва да се има предвид, че ПОД Алианс България в сегашния си вид бе формирано от обединението на пет съществуващи до 1999 г. пенсионни компании и съответно доброволни пенсионни фондове.

През 2012 г. акционерите си смени и ПОД-Бъдеще. След изкупуване на дяловете на предишните 11 акционера мажоритарен дял придоби Медианет Индъстрис С.А.⁶⁷ от 90.2% и миноритарен Синтетика с 9.8%.

През 2013 г. компании с руски акционери заявиха интерес да закупят мажоритарният дял от 92% в ПОК Доверие. По информация от австрийската преса⁶⁸ обсъжданата цена в сделката е била в диапазона 120-150 млн. евро. Тази цена се оценява от повечето експерти като много по-висока от реалната пазарна цена. До сделка не се стигна поради обществения натиск за доказване произхода на средства на кандидат-купувачите.

В таблицата по-долу са представени цените, на които са били продадени акционерни участия в ПОД през последните 5 години. Повечето посочени цени в таблицата са по неофициална информация и е възможно да се различават от действително договорените и платени цени.

⁶⁷ КФН, www.fsc.bg, Електронен регистър и картотека

⁶⁸ <https://bntnews.bg/bg/a/144753-koj-e-kupuvacha-t-na-pensionno-osiguriteln-fond-doverie>

Таблица № 21.

**Пазарни цени за акционерни дялове в пенсионноосигурителни дружества в
България за периода 2002 – 2021 г.**

ПОД	дял от капитала	цена	дата	пазарен дял по активи	пазарен дял по лица
ПОАД Нютон Сила	п. қ.	п. қ.	11/2002 г.	1.84%	3.17%
БПОД	65.00%	9 000 000 лв.	05/2003 г.	5.89%	8.21%
СКПОК Родина	36.18%	п. қ.	08/2003 г.	4.78%	5.21%
ПОК Съгласие	59.16%	19 558 830 лв.	09/2005 г.	9.74%	11.00%
ПОК Съгласие	15.00%	п. қ.	01/2006 г.	9.80%	11.27%
ПОД Лукойл Гарант България	100.00%	27 429 000 лв.	04/2007 г.	5.52%	4.37%
ПОД-Бъдеще	90.20%	п. қ.	03/2012 г.	1.74%	3.20%
ПОК Доверие	92.00%	254 000 000 лв.	05/2013 г.	29.49%	29.35%
ПОК ОББ заедно с бизнеса по застраховки Живот на Ен Ен	100.00%	152 000 000 лв.	02/2021 г.	10.70%	8.55%

Източник: Авторът

п. қ. – няма информация

От информацията в горната таблица могат да се направят няколко извода. От посочените девет случая, надеждна информация за постигнати цени може да имаме само при два от тях – при вливането на ПОД Лукойл Гарант България в ПОАД ЦКБ-Сила и придобиването от ДЗИ Животозастраховане на бизнеса на Ен Ен България в допълнителното пенсионно осигуряване и животозастраховането. Останалите цени са неофициални, по публикации в медиите. Това са цените относно вливането на БПОД в ПОК Доверие, смяната на мажоритарния акционер в ПОК Съгласие и заявеното желание от руски компании за покупката на основния пакет от акции на ПОК Доверие. За три от сделките не е налична дори и неофициална информация. Информацията за цената на ПОД Лукойл Гарант-България е от публикувания в Търговския регистър договор за преобразуване на двете дружества – преобразуващото се дружество и приемащото дружество. В договора са посочени и методите за определяне цената на двете дружества. В следващата таблица е обобщена информацията за оценката на двете ПОД.

Таблица № 22.

**Справедлива цена на 100% от капитала на ПОД Лукойл Гарант-България и
ПОАД ЦКБ-Сила**

дружество	оценка	тегло	справедлива цена
ПОД Лукойл Гарант-България			
метод на чистата стойност на активите	4 799 000	10%	480 000
метод на пазарните множители	29 970 000	40%	11 988 000
метод на дисконтираните парични потоци	29 923 000	50%	14 961 000
общо		100%	27 429 000
ПОАД ЦКБ-Сила			
метод на чистата стойност на активите	9 329 000	10%	933 000
метод на пазарните множители	33 228 000	40%	13 291 000
метод на дисконтираните парични потоци	32 464 000	50%	16 232 000
общо		100%	30 456 000

Източник: Търговски регистър, Договор за преобразуване

От информацията в таблицата по-горе прави впечатление, че за оценката са използвани трите метода, които ние разгледахме в нашето изследване: методът на чистата стойност на активите, методът на пазарните множители и методът на дисконтираните парични потоци. Второ, налице е много голяма разлика в определените цени по два от методите /на пазарните множители и на дисконтираните парични потоци/ спрямо цената по метода на чистата стойност на активите. Разликата е повече от три пъти. Тази значителна разлика вероятно е дала основание на извършващият оценката да придаде тежест от само 10% на цената, изчислена по метода на чистата стойност на активите. Тежестите на цената по другите два метода са 40% и 50%, съответно по метода на пазарните множители и метода на дисконтираните парични потоци. Най-голяма тежест анализаторът е предоставил на цената, постигната по метода на дисконтираните парични потоци. Наше мнение е, че би могло да не участва в крайната цена, цената, определена по метода на чистата стойност на активите. Както се вижда от практиката на преобразуване на ПОД цената по този метод значително се различава от справедливата цена на пенсионното дружество. По-рано в нашето изследване, обосновахме защо цената по този метод, конкретно за ПОД, не е обосновано да се взема предвид при определяне на крайната цена. От таблицата по-горе се вижда, че цените, определени по метода на

пазарните множители и по метода на дисконтираните парични потоци, са изключително близки. Това потвърждава извода от нашето изследване, че тези два метода са най-подходящи за прилагане при определянето на справедливата цена на пенсионно дружество в България. В договора за преобразуване, който ни е източник на информация за таблицата по-горе, не са посочени повече подробности относно изчисленията по двата метода. От интерес за анализа би представлявало да видим допусканията за прогнозиране на паричните потоци, на нормата на дисконтиране, на постоянния темп на растеж. Относно приложението на метода на пазарните множители от интерес за нашия анализ би представлявало да видим кои съотношения и какви тежести са използвани за извеждане на цена по този метод. Също така, кое е предприятието-еталон, което е послужило за формиране на тези пазарни множители /съотношения/.

Когато сравняваме постигнатите цени на сделки по покупко-продажба на дружествени дялове на пенсионни дружества, трябва да вземем под внимание годините на сключване на тези сделки. Сделки преди 2007 г. се характеризират с по-голяма степен на несигурност на развитие на пазара на допълнително пенсионно осигуряване в България с оглед на размера на вноската в УПФ, която първоначално бе в размер на 2% и впоследствие постепенно бе увеличена на 5%. По-голямата степен на несигурност би довело до по-ниски цени за пенсионни дружества със съпоставими характеристики през годините преди 2007 г. и след това. Подобно влияние имат фактори като световната финансова и икономическа криза от 2008-2009 г., смяната на модела на осигуряване в УПФ от задължителен в квази-задължителен в края на 2014 г., намаляването на горните лимити за размера на таксите и удръжките към ПОД от 2017 г. съчетано с въвеждането на изключително високи такси за годишен надзор към КФН. Влияние в посока увеличение на цената на ПОД би имало увеличение в размера на вноската в УПФ, намаление в броя на дружествата на пазара, увеличение на осигурителния доход, намаление на коефициентът на заместване на дохода от пенсията от публичната система и др.

Считаме, че подходящи пазарни множители за ПОД се конструират на основа на:

1. постъпления от осигурителни вноски във фондовете;
2. приходи за ПОД от такси и удръжки от фондовете;
3. пазарен дял по активи във ФДПО;
4. размер на активите във ФДПО;
5. пазарен дял по осигурени лица;
6. брой на осигурените лица.

Според нас най-подходящите пазарни множители за формиране на крайната цена по метода са: постъпления от осигурителни вноски във фондовете за определен период; приходи за ПОД от такси и удържки за определен период; размер на активите във фондовете и брой на осигурените лица във фондовете.

Считаме, че използването на цените, получени по метода на предприятието-аналог, съдържа някои недостатъци: не се прави корекция на цената на акция, която е постигната за изкупения дял и за общата стойност на капитала; не е ясно дали освен платената цена са договорени и други финансови ангажменти, което променя цената на акция; не се отчита етапа на развитие на ПОД-еталон и на анализираното дружество.

Интерес за оценката на ПОД ще представлява евентуално решение на НЕК АД да продаде своя дял в ПОД Алианц България. НЕК АД има дял от 34% в ПОД Алианц България. В отчета на НЕК АД за 2020 г. няма информация за оценка на участието в пенсионното дружество. Включена е информация за стойността на инвестицията от 1.020 млн. лв., което съответства на номиналният размер на участието на НЕК АД в капитала на ПОД Алианц България. Общият размер на капитала на ПОД Алианц България е 7.5 млн. лв. Показани са сделки за допълнително пенсионно осигуряване на стойност 1.001 млн. лв. за 2020 г. при 1.011 млн. лв. за 2019 г., както и получен дивидент от 5.569 млн. лв. и 5.031 млн. лв. съответно за 2020 г. и 2019 г.

Моделът за оценка на пенсионно дружество ще подложим на апробиране и чрез известната публична информация за цена на Ен Ен ПОД и животозастрахователния бизнес на Ен Ен в България. Обявената цена на двата бизнеса е 77.7 млн. евро. На основа на информацията за бизнеса по животозастраховане, приемаме, че договорената цена за пенсионния бизнес е 60 млн. евро. На база на това допускаме в следващите две таблици изчисляваме справедлива цена на останалите девет ПОД по метода на пазарните множители.

Таблица № 23а.

Справедлива цена на ПОД в лв. по метода на пазарните множители с предприятие-аналог Ен Ен ПОД

пазарен множител / ПОД	ПОК Доверие	ПОК Съгласие	ПОК ДСК-Родина	ПОД Алианс България	Ен Ен ПОД
Нетен финансов резултат	510 823 878	184 933 626	327 724 557	487 683 190	
Балансови активи	294 429 392	171 053 806	203 117 926	242 814 213	
Осигурени лица	346 902 277	188 676 335	226 710 246	280 980 586	
Приходи от такси	296 508 404	172 602 705	200 617 153	243 336 557	
крайна цена с тегла	338 214 747	177 279 845	225 527 075	287 386 772	117 349 800

Източник: Авторът чрез използване на данни от КФН

Таблица № 236.

Справедлива цена на ПОД в лв. по метода на пазарните множители с предприятие-аналог Ен Ен ПОД

пазарен множител / ПОД	ПОАД ЦКБ-Сила	ПОД Бъдеще	ПОД Топлина	Пенсионноосигурителен институт	тегла
Нетен финансов резултат	138 657 065	30 032 010	2 043 553	17 317 673	15%
Балансови активи	138 323 099	31 461 177	17 676 402	14 070 426	25%
Осигурени лица	152 443 424	57 968 619	29 609 166	23 303 640	20%
Приходи от такси	141 259 447	36 133 589	19 389 836	16 453 583	40%
крайна цена с тегла	142 371 798	38 417 255	18 403 401	17 357 419	100%

Източник: Авторът чрез използване на данни от КФН

Използваните пазарни множители са следните: нетен финансов резултат на ПОД; балансови активи на допълнителните пенсионни фондове; брой осигурени лица в допълнителните пенсионни фондове и приходи от такси и удържки в полза на ПОД. На цените по всеки един от пазарните множители придаваме тежест. Теглата определяме според значението на съответния параметър /изграждащ пазарния множител/ за паричните потоци и създаването на стойност на пенсионните дружества. Така определените тегла са следните: 40% за цените по пазарния множител „приходи от такси“; 25% за цените по пазарния множител „балансиови активи“; 20% за цените по пазарния множител „осигурени лица“ и 15% за цените по пазарния множител „нетен финансов резултат“.

Получените цени по метода на пазарните множители с предприятие-аналог Ен Ен ПОД са коректни предвид, че прилагаме четири съотношения и данните са възможно най-скорошни – обявената цена по сделката е от месец февруари 2021 г. Въпреки това,

за извеждане на справедлива цена на ПОД нашата препоръка е да се използва комбинация от двата метода – методът на дисконтираните парични потоци и методът на предприятията-аналози.

От информацията за сделката на КВС и NN за бизнеса в България /на основа на официални съобщения на двете страни/ по допълнително пенсионно осигуряване и животозастраховане можем да изведем следните няколко извода. Въпреки добрият пазарен дял на Ен Ен ПОД /10.70% по управлявани активи на пенсионните фондове/ акционерите на дружеството са решили да се разделят с бизнеса поради ограничените възможности за растеж в бъдеще. Ограничените възможности за растеж на дружеството при старите акционери са обусловени от липсата на развита мрежа за продажби на дребно /на физически лица/, каквато мрежа е особено важна за допълнителното пенсионно осигуряване. В същото време са налице силни конкурентни позиции на четири – пет пенсионни дружества, които имат всички предпоставки за увеличаване на пазарния дял. Увеличаване на пазарните дялове на конкуренти дружества и намаляване пазарния дял на анализираната компания води до намаляване на пазарната цена на компанията. Други възможни причини за продажбата на дружеството можем да свържем с три фактора, които влияят върху намаляване положителните парични потоци в бъдеще на анализираната компания. Това са законодателното намаляване на максималните размери на таксите в полза на ПОД, въвеждането на допълнителни изисквания към ПОД при дорегламентиране на фазата на изплащане през първата половина 2021 г. и продължаващото противопоставяне на пенсията от УПФ с пенсията от публичната система.

В настоящата точка извършихме апробация на модела за оценка на пенсионноосигурително дружество в България. Проверката на коректността на предложението от нас модел за оценка показва, че е обосновано да приемем, че методът на дисконтираните парични потоци и методът на предприятията-аналози са най-подходящи за оценка на пенсионно дружество. Също така изведохме кои пазарни множители съответстват в най-висока степен на спецификите на дейността по допълнително пенсионно осигуряване и дейността на пенсионното дружество. Не на последно място, установихме, че поради много малкият брой публично известни цени на сделки с ПОД, анализаторът разполага с много голяма свобода при избора на подходящи техники и процедури за извършване оценка на пенсионно дружество.

3. Анализ на чувствителността на цената на пенсионноосигурително дружество при промени в стойности на основни параметри в модела за оценка

В изследването по-горе определихме факторите, които оказват влияние върху цената на ПОД. Видя се, че това са множество фактори с разнопосочно действие. Ние отчетохме влиянието на тези фактори върху дейността на ПОД при формиране на модела за оценка на пенсионна компания. Сега искаме да видим в каква степен влияят промени в основните параметри (показатели) в модела върху цената на ПОД, искаме да измерим с колко се променя цената при определено изменение на някои параметри.

При прилагане на метода на предприятия-аналози основните параметри, които влияят върху цената на ПОД са избраните пазарни множители, предприятието-аналог и тежестите на цените по отделните пазарни множители в крайната цена на пенсионното дружество.

Промяната в тежестите на цените по отделните пазарни множители води до промяна в крайната цена на ПОД от увеличение с 4.88% до намаление с 3.33% при различните пенсионни дружества.

Промяната в броя на пазарните множители и техните тегла в крайната цена на ПОД води до изменение в справедливата цена от увеличение с 10% до намаление с 22% при различните пенсионни дружества.

Промяната в цената на предприятието-аналог логично води до изменения в справедливата цена на останалите пенсионни дружества. Намаление с 5% в цената на предприятието-аналог води до намаление от 3.62% до 5.39% на справедливата цена на различните ПОД.

При прилагане на метода на дисконтираните парични потоци основните параметри, влиянието на които анализираме са: норма на дисконтиране; коефициент на постоянен растеж на компанията в следпрогнозния период; размер на осигурителната вноска в УПФ; размер на средната осигурителна вноска в ДПФ; пазарен дял по осигурени лица; събираемост на вноските от НАП в допълнителните задължителни пенсионни фондове; размер на разходите; размер на такса управление в полза на ПОД и инвестиционни резултати от управление активите на ФДПО.

По-високата норма на дисконтиране намалява нетната настояща стойност на пенсионното дружество. За да илюстрираме въздействието на нормата, анализираме данните за произволно избрано дружество – ПОК „Доверие”. Увеличаване на

изискуемата норма на дисконтиране от 12% на 13% (при запазване на 2% ръст на паричните потоци при изчисляване на терминалната стойност) намалява нетната настояща стойност с 18.5 млн. лв. или с 10.51%. Обратно, намаляване на изискуемата норма на дисконтиране увеличава нетната настояща стойност на ПОД. Увеличението в стойността на ПОД е 22.8 млн. лв. или с 12.95% при намаляване от 12% на 11% на нормата на дисконтиране при равни други условия. Размерът на нормата на дисконтиране има голямо влияние върху цената на ПОД, тъй като освен при изчислението на нетната настояща стойност, тя влияе и върху терминалната стойност, където е в знаменателя на формулата. Това ни кара да направим извода, че размерът на нормата на дисконтиране следва да се определя изключително внимателно и обосновано. Поради обема на изследването, считаме, че в настоящата работа, не е отделено достатъчно внимание на изследване и обосноваване на размера на нормата на дисконтиране.

Влиянието на коефициента на постоянен растеж на компанията в следпрогнозния период върху цената на ПОД търсим при стойности от 0% до 3%. С нарастване на процента, нараства и стойността на пенсионната компания. Увеличението с 1% на коефициента, от 2% на 3% и при 12% норма на дисконтиране, води до 9,20% увеличение на цената при ПОК „Доверие” АД. На основа на анализа по-горе, виждаме че 1% разлика в нормата на дисконтиране има по-голямо влияние върху цената на ПОД от 1% разлика в процента на постоянен растеж. Степента на влияние зависи от избрания период на детайлен анализ на дейността на анализираното дружество. Въпреки по-голямото влияние на нормата на дисконтиране върху цената на ПОД, коефициентът на растеж на компанията също има значимо влияние върху цената на дружество. Значимостта на влиянието се обуславя от преобладаващият дял на терминалната стойност в общата стойност на ПОД, определена по метода на дисконтираните парични потоци.

Определихме сравнително нисък размер на темпа на растеж на ПОД в следпрогнозния период. При избора на определяне на цена включихме изчисляването на терминална стойност, защото обосновахме, че ПОД ще има стабилно развитие за дълъг инвестиционен хоризонт. Една от гаранциите за това намираме в стриктното законодателно уреждане на дейността на ПОД. Всъщност от всички небанкови институции, дейността на ПОД е най-стриктно регулирана от държавата.

Въз основа на конкретни изчисления може да се проследи значението на размера на нормата на дисконтиране и на коефициента на постоянен растеж в следпрогнозния период върху цената на ПОД. Така например, при 2% темп на постоянен растеж и

увеличаване от 12% на 14% (което е увеличение с 16.67%) на нормата на дисконтиране (т.е. на очакваната норма на възвръщаемост от функционирането на ПОД) намалява цената на дружеството с приблизително 19.26%. Оттук извеждаме извода, че дадено изменение в размера на нормата на дисконтиране води до по-голямо изменение в обратна посока в цената на ПОД. 50-процентно нарастване на темпа на постоянен растеж (от 2% на 3%) и при 12% норма на дисконтиране води до нарастване на цената от 9.20%. Тези данни ни дават основание да направим извода, че нормата на дисконтиране оказва по-осезаемо влияние върху цената на ПОД спрямо темпа на постоянен растеж.

По-горе в изследването обосновахме, че от четирите фонда УПФ е с най-голямо значение за бъдещото развитие на ПОД. Към 01.01.2022 г., осигурителната вноска в УПФ е 5% от осигурителния доход. Нарастване с 1 процентен пункт, от 5% на 6%, в размера на вноската би довело до следното увеличение в цената на ПОД: от 9.35% до 19.39% на различните пенсионни дружества. Голямата разлика в ефекта върху цената се обуславя от относителния дял на активите на УПФ в общите активи на ФДПО.

По-рано в изследването анализирахме защо развитието на осигуряването в Доброволен пенсионен фонд е важно за оценката на ПОД. Ограничаването на данъчните облекчения за осигуряване в ДПФ би довело до намаление в приходите на ПОД и съответно в цената на дружеството. Спад с 20% в размера на вноската би довело до следното намаление в цената на ПОД: от 1.36% до 6%. Отново, аналогично на УПФ, ефектът върху цената от промяната във вноската зависи от относителния дял на активите на ДПФ в общите активи на ФДПО, управлявани от анализираното ПОД.

Въз основа на тези примери извеждаме зависимостта, че промяната в размера на вноската в УПФ има по-голямо въздействие върху цената на ПОД спрямо същия размер на промяна при ДПФ.

Промяната в пазарния дял по осигурените лица има пряко влияние върху паричните потоци на ПОД. 1% по-нисък пазарен дял в УПФ води до 2.39% по-ниска цена на ПОК „Доверие“. Само 0.3% намаление в цената се отчита при намаление с 1% на пазарния дял при ППФ.

Постъпленията от осигурителни вноски в допълнителните задължителни пенсионни фондове в голяма степен зависят от събираемостта на вноските от НАП. 1% по-ниска събираемост намалява с 1.63 % цената на ПОК „Доверие“. Оттук стигаме до извода, че ПОД са заинтересовани от увеличаване събираемостта на вноските в ДЗПО. Ето защо, те би трябвало да бъдат инициатори на мерки за увеличаване на тази събираемост.

10% увеличение на разходите на ПОД води до 5.5% по-ниска цена на ПОК „Доверие” АД. При отчитане влиянието на разходите, ние определихме, че вероятността от увеличаване на разходите не е висока поради увеличаване на конкуренцията в сектора от нови дружества, но остават останалите предпоставки за увеличаване на разходите: въвеждане на нови продукти на пазара, които изискват високи разходи за информационна и рекламна кампания, за информационно поддържане, за увеличаване броя на служителите и за обучение на служители и осигурителни посредници; изграждане на териториална структура със собствени офиси в цялата страна; за информационно обслужване на дейността; за нови служители и за увеличаване възнагражденията на заетите; за комисионни възнаграждения на осигурителните посредници и др.

Промяната на таксата от осигурителните вноски с 0.5% при допълнителните задължителни пенсионни фондове намалява цената на ПОД със 7.78% (в случая с ПОК „Доверие”). С увеличаване размера на управляваните активи, са основателни очакванията за увеличаване значението на инвестиционната такса за приходите на ПОД. В допълнение, по-горе в изложението обосновахме тенденциите за намаляване на такса управление.

При намаляване на инвестиционната такса с 10% при фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване цената на ПОД намалява със 7.07% (при ПОК „Доверие”). Ефектът върху цената на ПОД при 10 % намаление на инвестиционната такса е по-малък от 10 % намаление в такса управление поради високият размер на такса управление и поради ниският размер на управляваните активи.

Степента на влияние на отделните показатели върху цената на ПОД зависи от структурата на приходите и разходите на ПОД, от очакванията за неговото развитие, от структурата на приходите от такси и удържки, от развитието на пазара и от други фактори. Ето защо, ние можем да извеждаме коректни изводи относно влиянието на отделните параметри само за дадено ПОД, но не и общо за пазара.

Въз основа на определени цени на ПОД можем да изведем цена на ПОД на едно осигурено лице. На основата на тези стойности не можем да направим коректни изводи, че едно лице в дадено дружество струва по-скъпо от един осигурен в друго ПОД. Причините са в прогнозата за развитие на дружествата. Друга причина е различната „ценност” в пари на осигурено лице в отделните видове пенсионни фонда – Универсален, Професионален и Доброволен. С известни условности, данните за цена на ПОД на едно осигурено лице е индикация за ефективността в дейността на ПОД.

Въз основа на определени цени на ПОД можем да изведем цена спрямо инвестирания капитал. От данните за цените правим извода, че цената на ПОД спрямо инвестираните средства зависи от взаимовръзката етап на развитие на съответното дружество и етапа на развитие на пазара по допълнително пенсионно осигуряване. Дружествата избрали подходящия момент за извършване на първоначалните разходи по формиране на пенсионни фондове са с по-висока цена на единица вложен капитал. Например, «Ай Ен Джи ПОД» ЕАД е вложило повече средства от ПОК «Съгласие», но цената на ПОК «Съгласие» е по-висока, поради привличането на по-голям брой осигурени лица през периода 2000 г. – 2002 г. Т.е. едно лице привлечено през периода 2000 г. – 2002 г. струва на ПОД по-малко отколкото едно лице привлечено през следващите години (дори да се отчита стойността на парите във времето).

Въпреки това, предлаганият модел има недостатъци, които изискват още по-задълбочен анализ и вероятно могат да бъдат отстранени в следващи изследвания. Единият недостатък е в начина на изчисление на нетните парични потоци и по-конкретно числата за пазарен дял по осигурени лица. Посочените в приложенията пазарни дялове са към края на годината. Пазарният дял ни служи за изчисляване на осигурените лица в съответния допълнителен пенсионен фонд. Въз основа на броя осигурени лица изчисляваме постъпленията от осигурителни вноски във фонда, което определя приходите от такси и удържки. Пазарният дял по осигурени лица влияе върху над десет променливи, при които има разнопосочен ефект от завишаване на ръста или на намалението на броя осигурени лица. Ето защо, ние намаляваме общото въздействие на този недостатък върху цената на ПОД, като намаляваме ръста на осигурителния доход спрямо реалните очаквания за ръст на дохода, върху който се изчисляват вноските за всеки фонд.

Продължавайки в този контекст, подходът за оценка на ПОД се основава на прогнози за период от година, докато детайлното планиране на дейността на ПОД налага прогноза за всеки месец. Прогнозата на дейността за всеки месец би дала по-прецизна представа за стойностите на доходността, таксите и удържките, управлението на собствените средства, активите, осигурените лица, осигурителните плащания и др. Считаме, че въздействието на този недостатък е ограничено чрез взаимното неутрализиране на различни процеси в ПОД в крайните стойности на параметрите. Ефектът от този недостатък зависи от предположенията в прогнозата за пазара и за ПОД. При положително развитие в ПОД, при оценката най-ясната индикация за това е

увеличаване на пазарните дялове по осигурени лица и активи, този недостатък води до надценяване на дружеството и обратно. Ето защо ние сме възприели нисък размер на постоянния темп на растеж на дружеството в следпрогнозния период.

Друг недостатък на представения модел, е изготвянето на оценките единствено въз основа на официална информация от финансовите отчети на ПОД и на статистиката, публикувана от КФН. За да се извърши коректна оценка е необходимо да се ползват и други източници на информация, освен официалните финансови отчети и справки. За да намалим ефекта на този недостатък, в прогнозата за развитието на пазара и на ПОД отчитаме състояния, явления, процеси и тенденции, които не са отразени в официално публикуваната информация.

За следващ недостатък на модела може да се счита липсата на изследване кои са онези детайли при оценката на ПОД, които отличават процеса на определяне на цена на ПОД от процеса на определяне на цена на друга финансова институция (банка, застрахователно дружество, животозастрахователно дружество, управляващо дружество, здравноосигурително дружество) или на предприятие от реалния сектор. Наше мнение е, че това не е недостатък. Напротив, използването на тези оценки би отдалечило цената на ПОД от справедливата пазарна цена. По-скоро за недостатък приемаме недостатъчната обосновка защо не е целесъобразно да използваме оценки за други финансови институции при оценката на ПОД.

Анализът на чувствителността на цената на пенсионноосигурително дружество показва, че оценителят следва много внимателно да подбира пазарните множители, техните тежести, предприятието-аналог, отделните допускания при метода на дисконтираните парични потоци. Ето защо е добре, при определяне справедливата цена на ПОД да се формулира диапазон на цената и да се визуализира чувствителността на цената спрямо промяната в определени параметри.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Извършеното изследване на концептуалните основи на оценката на пенсионноосигурително дружество в България показва, че спецификите в дейността по допълнително пенсионно осигуряване влияят върху избора на подходи и методи за

оценка на анализираната пенсионна компания. Паричните потоци на ПОД са основният финансов параметър при оценяване на пенсионна компания. Паричните потоци на ПОД се характеризират със сравнително висока степен на определеност и прогнозируемост. Основните рискове върху определяните цени на пенсионните дружества са регулаторният и политическият рискове. Приемането на България в Евроразоната и в Организацията за икономическо сътрудничество и развитие е предпоставка за намаление влиянието на регулаторния и политическия рискове върху дейността по допълнително пенсионно осигуряване и резултатите на пенсионноосигурителните дружества.

Пазарът на пенсионните дружества в България се характеризира с висока степен на стабилност. Допълването на регламентацията на фазата на изплащане при Универсален пенсионен фонд и Професионален пенсионен фонд през първата половина на 2021 г. влияе положително върху развитието на допълнителното пенсионно осигуряване и върху дейността на съществуващите пенсионни дружества. Това се отразява в повишаване сигурността и предвидимостта при извършването на оценка на пенсионните компании. На пазара съществуват високи бариери за навлизане на нови пенсионни дружества. Създаването и развитието на ново пенсионно дружество намалява цената на съществуващите пенсионни компании.

Изследването потвърди тезата, че притежаването на конкурентно предимство увеличава цената на предприятие. При пенсионните дружества конкурентно предимство може да бъде значителен пазарен дял по активи и / или осигурени лица, развита мрежа за продажби на физически лица, инвестиционни резултати, имидж и репутация на компанията, активност в привличането на осигурени лица и др.

Трудността при оценката на ПОД произтича от обстоятелствата, че акциите на пенсионните дружества не са борсови търгувани, за техните цени няма пазарна информация. От една страна, не са много извършените сделки с дружествени дялове в ПОД. От друга страна, в повечето случаи няма публични документи, по които да съдим за цените на тези сделки. Въпреки това въз основа на извеждането на спецификите в дейността по допълнително пенсионно осигуряване и на дейността на пенсионноосигурителните дружества можем да формулираме подходящите методи за оценка на ПОД, а именно методът на предприятия-аналози и методът на дисконтираните парични потоци. Отчитане на рисковете и анализът на чувствителността на цената са важен елемент от оценката на ПОД.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

1. Александрова, М., „Оптимизация на инвестиционния избор”, „Тракия-М”, София, 2001
2. Александров, Ст. “Счетоводният анализ – един от елементите за интерпретация на финансовите отчети”, Делова седмица, бр.28 от 2007 г.
3. Александров, Ст., Ст. Дурин, Б. Славков, „Финансово управление на фирмата”, ИК „Труд и право”, София, 2000
4. Базлянков, Д., “Отчет за паричните потоци по косвения метод”, в. „ПАРИ”, 15.05.2003 г.
5. Баканов, М., Шеремет А. и А. Кашаев, „Икономически анализ – теория, история, съвременно състояние и перспективи”, „Г. Бакалов”, Варна, 1978
6. Белев, Д., “Икономически анализ, прогнозиране и планиране в предприятието.”, “Форком”, София, 1998
7. Бенсинър, Р., „Нови идеи в техническия анализ”, „Класика и стил” ООД, София, 2004
8. Брусарски, Р., „Анализ и оценка на инвестиционни проекти. Инвестиционен избор.”, Материали за семинар, Университет Делауеър, Флаг Консорциум, София, 2003
9. Ваклиев, Гр., Кр. Чуков и М. Тимчев, „Основи на стопанския анализ на предприятието”, „Люрен”, 1992
10. Ваклиев, Гр., „Бизнес и рентабилност”, София, 1994
11. Вейсел, А. (2017). Одитинг (Финансов одит). София, Сиела
12. Георгиев, З. и Н. Павлов, „Социално осигуряване”, Свищов, АИ „Ценов”, 1999
13. Георгиев, З. и Пл. Йорданов, „Пенсионно и здравно осигуряване”, Свищов, АИ „Ценов”, 2003
14. Георгиев, З. и Пл. Йорданов, „Теория на социалното осигуряване”, Свищов, АИ „Ценов”, 2004
15. Гочев, Г. и Б. Манов, „Социално осигуряване”, III-о издание, „Тракия-М”, София, 2004
16. Гувески, И., „Програма и методика за оценка на цели предприятия”, София, 2001
17. Гувески, И., „Приложение на метода на доходността при оценка на предприятия, малки фирми и отделни активи – осезаеми и неосезаеми”, Добровник, семинар, 2001 г.
18. Гъргаров, Здр., Китанов, Я. (2016). Финансов мениджмънт. Методологически аспекти. София, ISBN 978-954-07-4191-8

19. Данева, Ив. (2016). Капиталовото осигуряване за адекватни и устойчиви пенсии, ИК „Стилует“, София, 2016
20. Димитров, Ст. (2020). Сравнение на спестяване в дългосрочни продукти в България - в контекста на общоевропейският продукт за лично пенсионно осигуряване, РЕРР, Годишник на ВУЗФ, Издателство на ВУЗФ, София
21. Димитров, Ст. (2015). „Погрешната битка за капиталовите фондове“. в. Застраховател, бр. 3 и бр. 4, 2015 г.
22. Димитров, Ст. (2015). Повишаване ефективността на осигуряването за капиталова пенсия: приложение в България. Годишник на ВУЗФ, София, т. 10, 2014
23. Димитров, Ст. (2012). Организация и управление на пенсионноосигурително дружество, Издателство на ВУЗФ „Св. Григорий Богослов“, София, 2012
24. Димитров, Ст. (2010). Корпоративни финанси, Издателство на ВУЗФ, София, 2010
25. Димова, Д., М. Керемидчиева и Н. Янев „Фирмена социална политика“
26. Димова, Д. „Социална политика“, София, УИ Стопанство, 1997
27. Димова, Д. „Социална политика и социално осигуряване“, ИК „Люрен“, София, 1993
28. Динев, Д. и Д. Ненков, „Финанси на съвременната фирма“, КФ "DDC", София, 1992
29. Динев, Д. и Т. Кръстев, „Анализ на финансово-счетоводните отчети“, КФ "DDC", София, 1993
30. Добрева, Ю. (2019). Моделиране на устойчивото развитие в икономиката, Издателство на ВУЗФ „Св. Григорий Богослов“, София, 2019
31. Добрева, Ю. (2018). Поведенческа икономика, Издателство на ВУЗФ „Св. Григорий Богослов“, София, 2018
32. ЕУ (2017). Окончателен доклад, Преглед на активите на пенсионните фондове в България,
[https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Other%20Documents/Bulgarian%20Pension%20Funds%E2%80%99%20Assets%20\(Bulgarian%20Version\).pdf](https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Other%20Documents/Bulgarian%20Pension%20Funds%E2%80%99%20Assets%20(Bulgarian%20Version).pdf)
33. Желязкова, В. (2013). Климатичните промени и екологичният риск в дейността на финансовите институции. Изд. „Св. Гр. Богослов“, 2013 г., ISBN 978-954-8590-23-5
34. Институт за икономически изследвания БАН колектив, (2019) Икономическо развитие и политики в България: оценки и очаквания,
https://www.iki.bas.bg/files/Doklad_2019_0.pdf
35. Industry Watch, „Разходите за труд в нова Европа“, Изследване, 2004 г.

36. Industry Watch, “Динамика и тенденции на пенсионния пазар”, Изследване, Insurance.bg, 15 ноември 2004 г.
37. Иванов, И., “Симплекс бизнес анализ”, Първа частна печатница, Пловдив, 1995
38. Иванова, Р., “Проблеми на анализа на финансовото състояние на предприятията от финансово-брокерския бизнес”, дисертационен труд, 1999
39. Илиев, Ив., „Бизнес-оценката на предприятието: Методология и практика”, УИ „Св. Климент Охридски”, София, 1994
40. Йончев, Ц. и Терзиева С., “Планиране и анализ на стопанската дейност на търговските фирми”, УНСС, 1998
41. Калчев, Св. и Найденов, М., „Анализ на стопанската дейност”, ВФСИ, „Д. Ценов” – Свищов, 1986
42. Каменов, Д., “Фирмено планиране, прогнозиране и контролиране”, Институт по индустриални отношения и мениджмънт “ОКОМ”, София, 1999
43. Касърова, В., “Бизнес оценяване”, Сборник материали за курс на обучение, „Университет Деллауеър”, „Флаг Консорциум”, София, 2003
44. Касърова, В., Сн. Башева и С. Ангелов “Практикум по бизнесоценяване”, Издателство на НБУ, София, 2004
45. Консулов, В., „Финансов анализ на фирмата”, „Аскана”, 1994
46. Копланд, Т., Антикаров, Вл. “Реални опции”, „Класика и стил”, София, 2002
47. Манов, Б., „Доброволно пенсионно осигуряване”, „Радио-90”, София, 1997
48. Манов, Б. и Ж. Милев (2009). “Влияние на световната икономическа криза върху дейността на фондовете за ДПО в България”, “Годишник на УНСС”, Университетска печатница на УНСС, София
49. Матеев, М., “Анализ и оценка на риска при избор на инвестиционни решения”, УИ „Стопанство”, София, 2000
50. Международен банков институт, „Финансов анализ на банка”, Университет Деллауеър, Флаг Консорциум, София, 1998
51. Михайлов, М., Н. Конов, М. Георгиева, Л. Дончева, В. Билев, Р. Колева, „Финансово-икономически анализ на предприятието”, Свищов, „Стопански свят”, 1996
52. Неделчев, М., „Корпоративно управление на финансови компании”, „Тракия-М”, София, 2005
53. Ненков, Д., (2015). “Определяне на стойността на компаниите”, Издателски комплекс-УНСС, София, 2015

54. Ненков, Д., “Оценка на инвестициите в реални активи”, УИ „Стопанство”, София, 2005
55. Ненков, Д., “Възможности за оценка на обикновените акции в условията на развиващи се капиталови пазари, в т.ч. в България”, Сборник доклади на Трета международна научна конференция на младите научни работници, УИ „Стопанство”, София, 2003
56. Николов, Н., “Финансов анализ”, Princeps, Варна, 1996
57. Николова, Н., „Въведение във финансите”, ИК „Сиела”, София, 1999
58. Николова, Н., „Корпоративни финанси Част I”, „Сиела – софт енд паблишинг”, София, 2007
59. Николова, Н., „Корпоративни финанси Част II”, „Сиела – софт енд паблишинг”, София, 2007
60. НОИ (2019), Годишен актюерски доклад, <https://www.nssi.bg/aboutbg/st/analyses/415-actuerreports/5840-actuerreport2019>
61. Орешарски, Пл., “Анализ и управление на инвестициите”, ИК “Люрен”, 1997
62. Орешарски, Пл., “Оценка и анализ на инвестиционни проекти”, 1992
63. Орхаева М., Е. Гонгалова и И. Николов, “Оценка на предприятия”, Издателство „Линде”, 1995
64. Павлов Н., ”Социално осигуряване”, АИ „Ценов”, Свищов, 1998
65. Павлов Н. и З. Георгиев, ”Организация и управление на социалното осигуряване” „Торнадо-НВ”, София, 2001
66. Павлов, Н. (2007). „Осигурителни схеми”, АИ „Ценов”, Свищов
67. Павлов, Н. (2007). „Либерализация на социалното осигуряване”, Издателство „Абагар”, В.Търново
68. Петков, Б., „Предизвикателствата пред допълнителното пенсионно осигуряване в процеса на присъединяване към ЕС”, презентация пред научна конференция, Стопанска академия „Д. Ценов”, Свищов, 2006
69. Петров, Г., ”Основи на финансите на фирмата”, ИК "Труд и право", София, 1996
70. Петров, Г. и кол., ”Корпоративни финанси”, Второ издание, "Тракия - М", София, 2006
71. Петров, Г., ”14 урока по фирмени финанси”, "Тракия - М", София, 2001
72. Регламент (ЕС) 2019/1238 на Европейския Парламент и на Съвета от 20 юни 2019 г. относно паневропейски персонален пенсионен продукт (ПЕПП), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/HTML/?uri=OJ:L:2019:198:FULL&from=EN>

73. Савов, С., „Финансов анализ на дейността на фирмата”, „Сиела – софт енд павлишинг”, София, 2007
74. Стефанова, П., „Банки и кредитно посредничество”, 2000
75. Стокър, Дж., И. Аврамов и И. Ненов, Семинар „Финансово моделиране с EXCEL”, Университет Делта, ФЛАГ Консорциум, София, 2003
76. Тимчев, М., „Финансово-стопански анализ”, „Тракия – М”, София, 1999
77. Трифонов, Т., В. Трифонова и С. Трифонова, „Корпоративни финанси”, „Тракия – М”, София, 1999
78. Трифонов, Т. и С. Трифонова, „Финансов анализ на фирмата”, „Сиела – софт енд павлишинг”, София, 2001
79. Уолш, С., „Ключови управленски коефициенти”, „Делфин прес”, Бургас, 1995
80. Фелдман, А., „Методика за оценка на финансовите активи”, в. „ПАРИ”, 27.08.2006 г.
81. Хаскъл, Дж. и Ст. Уестлейк, (2018). Капитализъм без капитал. Разрастване на икономиката на нематериалните активи, Издателство Изток-Запад, 2018
82. Холцман, Р., И. Гил, А. Мусалем и М. Рутковски, „Подпомагане доходите на възрастното население през XXI век. Възгледите на Световната банка по отношение на пенсионните системи и реформи”, Бюлетин Национален осигурителен институт, бр. 6, 2004 г.
83. Христов, М., Ст. Христов, „Книга за парите”, „Абагар”, В. Търново, 2002, с.120
84. Христов, Хр. и Св. Христова, „Социално-осигурителни отношения”, „Тракия-М”, София, 2001
85. Христов, Хр. и Св. Христова, „Социална политика и администрация”, УИ „Стопанство”, София, 2005
86. Христович, Н., „Наръчник по бизнесоценяване”, „ФинСис”, София, 1993
87. Христов, Л. (2019). „Доходност на пенсионните фондове и осигурените в тях”, https://www.researchgate.net/publication/332554661_DOHODNOST_NA_PENSIONNITE_FONDOVE_I_OSIGURENITE_V_TAH
88. Христов, Л. (2012). „Работещите спестяват все по-малко за пенсия в доброволните фондове”, в. Капитал Daily, бр. 26.01.2012 г.
89. Христосков, Й., Петков, Б. и Димитров Ст. (2021). „Развитие на социалното осигуряване в Република България за периода 1990-2020 г. (състояние, проблеми и предизвикателства)”, Издателство на ВУЗФ „Св. Григорий Богослов”, София,

<https://vuzflab.eu/wp-content/uploads/2021/05/Social-insurance-VUZF-Lab-series-volumes.pdf>

90. Христосков, Й. (2009). „Социално осигуряване”, „Издателство на ВУЗФ”, София
91. Христосков, Й. (2010). „Осигурителен пазар и осигурителни продукти”, „Издателство на ВУЗФ”, София
92. Христосков, Й. (2010). „Реформите в социалното осигуряване”, „Издателство на ВУЗФ”, София
93. Чобанов, Д., „Пенсионната система – какви промени са нужни?”, Институт за пазарна икономика, бр. 283, 14.07.2006 г.
94. Чолаков, Н., „Проблеми на структурата на пенсионното осигуряване у нас”, сп. „Панорама на труда”, бр. 1, 2003
95. Чуков, Кр., „Финансово-стопански анализ на предприятието”, „Тракия – М”, София, 2003
96. Цаков, Ц., „Управление на богатството на банката”, “2В” - Плевен, 1995
97. Сборник материали „Анализ на финансовите отчети”, Университет Делтаеър, Флаг Консорциум, 2003
98. The Economist, “Пътеводител на икономическите показатели”, “Класика и стил”, 2000
99. Acuna, R. (2011)., “Performance of the pension funds in individually-funded programs”, Presentations given at the International Seminar “Advancing in the Strengthening and Consolidation of the Individually-Funded Pension Systems”, Dominican Republic, FIAP
100. Antolin, P. (2008), "Coverage of Funded Pension Plans", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 19, OECD publishing
101. Antolin, P., S. Payet and J. Yermo (2012), “Coverage of Private Pension Systems: Evidence and Policy Options”, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No.20, OECD Publishing
102. Aviva, (2016), Mind the gap, <https://www.aviva.com/social-purpose/thought-leadership/europe-pensions-gap/>
103. Baumohl, B., “The Secrets of Economic Indicators”, Wharton School Publishing
104. Benjamin, G., “Two Illustrative Approaches to Formula Valuations of Common Stocks”, Financial Analysts Journal, January/February, 1995
105. Brealey, R.A., S.C. Myers and A.J. Marcus, “Fundamentals of Corporate Finance”, McGraw-Hill, 1995

106. Brealey, R.A. and S.C. Myers, "Principles of Corporate Finance", Fifth Edition, McGraw-Hill, 1996
107. Better Finance (2016), Pension Savings: the Real Return 2016 Edition
108. Chlon-Dominczak, A. (2003). "Evaluation of reform experiences in Eastern Europe", Presentations given at the International Seminar "Pensions Reforms: Results and Challenges", Mexico, FIAP
109. Copland, T., T. Koller and J. Murnn, "Valuation Measuring and Managing the Valuation of Companies", 3rd edition, New York, John Wiley & Sons, 2000
110. Copland, T. and J. Weston, "Financial Theory and Corporate Policy", 3rd edition, 1998
111. Damodaran, A., "Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", John Wiley & Sons, New York, 2002
112. Damodaran, A., "Corporate Finance, Theory and practice", New York, John Wiley & Sons, 1997
113. Davis, E. Ph. (1998). "Investment of Mandatory Funded Pension Schemes", Working Paper PI-9908, the Pensions Institute, Birkbeck College, London
114. Dimitrov, St. (2020). "Integration of Environmental, Social and Governance Principles in Pension Funds and Insurance Companies Activities", сп. Пари и култура, бр. 1, 2020 г., ISSN 2683-0965, pp. 13-25, <https://sites.google.com/vuzf.bg/money-and-culture/2020>
115. Dimitrov, St. (2019). „Pension Wealth in the European Union – tendencies, problems and solutions“, Economy & Business vol. 13, 2019, International Scientific Publications
116. Dimitrov, St. (2016). Readiness of Bulgaria to participate in the system of a pan-European personal pension product, VUZF Review, 2
117. Dimitrov, St. (2014) Capital Pension Funds: the changing role in South and Eastern European Countries. Economic Alternatives, University of National and World Economy, Sofia, Issue 4
118. Directive 98/49/EC of 29 June 1998 on safeguarding the supplementary pension rights of employed and self-employed persons moving within the Community, OJ L 209, 25.7.1998
119. Directive 2014/50/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on minimum requirements for enhancing worker mobility between Member States by improving the acquisition and preservation of supplementary pension rights, OJ L 128, 30.4.2014
120. Directive 2016/2341/EU of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs), OJ L 354, 23.12.2016

121. Dorgan, S. J. and J. J. Dowdy, “How good management raises productivity”, The McKinsey Quarterly, Number 4, 2004.
122. European Commission, “Adequate and sustainable pensions”, Synthesis report 2006
123. EIOPA (2016). Advice on the development of an EU Single Market for personal pensions products (PPP), <https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA%27s%20advice%20on%20the%20development%20of%20an%20EU%20single%20market%20for%20personal%20pension%20products.pdf>
124. EIOPA (2014), Towards an EU single market for personal pensions, https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA-BoS-14-029_Towards_an_EU_single_market_for_Personal_Pensions-_An_EIOPA_Preliminary_Report_to_COM.pdf
125. EIOPA-CP-11/009f. (2011) Consultation paper on the draft proposal for Guidelines on Narrative Public Disclosure & Supervisory Reporting, Predefined Events and Processes for Reporting & Disclosure, https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/CP9f_SII_Reporting_guidelines.pdf
126. EIOPA-CP-11/007. (2011) Report on Good Practices for Disclosure and Selling of Variable Annuities, <https://register.eiopa.europa.eu/Pages/Consultations/Consultation-33.aspx>
127. European Commission, (2020) A new Vision for Europe’s Capital Markets, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, https://ec.europa.eu/info/publications/cmu-high-level-forum_en
128. European Commission, (2020) Report on the Impact of Demographic Change https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/demography_report_2020_n.pdf
129. European Commission, (2019) Next CMU High-Level group, Savings and Sustainable Investment Union, <https://nextcmu.eu/wp-content>
130. European Commission, (2012) “An Agenda for Adequate, Safe and Sustainable Pensions. White paper”, COM 55 final
131. European Commission, (2006) “Adequate and sustainable pensions”, Synthesis report
132. European Commission, (1997) “Supplementary pensions in the Single Market. A green paper”, COM 283, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN>
133. European Commission, (2018) “Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU”, Volume 1, https://ec.europa.eu/commission/news/pensions-eu-2018-apr-30_en

134. European Commission, (2017) Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) and Commission Recommendation on the tax treatment of personal pension products, including the pan-European Personal Pension Product, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/>
135. European Commission, The European Pillar of Social Rights in 20 principles, https://ec.europa.eu/commission/priorities/deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/european-pillar-social-rights/european-pillar-social-rights-20-principles_en
136. European Commission (2015). Action plan on building capital markets union, https://ec.europa.eu/info/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en
137. European Commission (2019). High-level group of experts on pensions, Minutes of meetings, <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/>
138. European Commission (2019). High-level group of experts on pensions, Final report, <https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/>
139. EY, FISMA/2015/146(02)/D, Study on the feasibility of a European Personal Pension Framework, 2017, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170629-personal-pensions-study_en.pdf
140. European Commission, “Supplementary pensions in the Single Market. A green paper”, COM (1997) 283
141. European Commission, “Social Europe. The outlook on supplementary pensions in the context of demographic, economic and social change’, a report by the EU network of experts on supplementary pension provision - 1996
142. Fishman, Pratt, Wislon, Griffith, Meltzer, “Guide to Business Valuations”
143. Harper, Neil W. C. and Schneider Antoon, “Private equity’s new challenge”, The McKinsey Quarterly, August 2004
144. Higgins, R., “Analysis for Financial Management”, IRWIN, 1992
145. Impavido, Gr., Tower, I. (2009). “How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter”, IMF Working paper, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09151.pdf>
146. Impavido, Gr., (2008). “Efficiency and Performance of Bulgarian Private Pensions”, IMF Working paper, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Efficiency-and-Performance-of-Bulgarian-Private-Pensions-22481>
147. Insurance Europe (2017), A Blueprint for Pensions, www.insuranceeurope.eu

148. Kitanov, Y. Investment Management Fundamentals. VUZF University Publishing House, 2016
149. Kelleher, John C. and Justin J. MacCormack, "Internal rate of return: A cautionary tale", The McKinsey Quarterly, August 2004
150. Levy, H. and M. Sarnat, "Capital Investment and Financial Decisions", 5th edition, 1994
151. Mercer (2019). Melbourne Mercer Global Pension Index 2019, <https://info.mercer.com/rs>
152. OECD (2017). "Incomes of older people", in Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators; OECD (2017), "Pensions at a glance, Publishing, Paris. DOI: https://doi.org/10.1787/pension_glance-2017-26-en; OECD, Pension Markets in Focus, 2017, <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm>
153. OECD (2015). "Stocktaking of the Tax Treatment of Funded Private Pension Plans in OECD and EU countries", <http://www.oecd.org/pensions>
154. OECD (2011). Pension Markets in Focus, issue 8
155. OECD (2011). Pensions at a Glance: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries, OECD Publishing
156. OECD (2009). Private Pensions Outlook 2008
157. OECD (2006). Guidelines on pension fund asset management
158. OECD (2005). Private pensions: OECD classification and glossary. <http://www.oecd.org/insurance/privatepensions/2496718.pdf>
159. Oxera (2013). Study on the position of savers in private pension products, <https://www.oxera.com/wp-content/>
160. Presentations given at the International Seminar "Pension Funds Investment", Lima, Peru, 4th of November 2004, FIAP, CIEDESS, 2004
161. Presentations given at the International Seminar "How to strengthen the new pension systems in Latin America?: The role of each pillar for the solution of the pensions problem", Cartagena de Indias, Colombia, 19th-20th of May 2005, FIAP, CIEDESS, 2005
162. Presentations given at the International Seminar "Results and Challenges of Pensions Reforms", Mexico, May 2003, FIAP, CIEDESS, 2003
163. Presentations given at the International Seminar "Pension reform in Eastern Europe: Experiences and perspectives", Kiev, Ukraine, 26th - 27th May 2004, FIAP, CIEDESS, 2004
164. Presentations given at the International Seminar "Results and Challenges of Pensions Reforms", Varna, May 2007, FIAP, CIEDESS, 2007

165. Privately Managed Pension Provision, Report by the Social Protection Committee, February 2005
166. Pike, R. and B. Neale, "Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies", Prentice Hall, 1993
167. Prescott, E., "Why Do Americans Work So Much More Than Europeans?", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly, <http://www.minneapolisfed.org/research/>, July 2004
168. Reilly, Frank K., Keith C. Brown, "Investment Analysis – Portfolio Management", Thomson Learning, USA, 2003
169. Ross, S., R. Westerfield and J. Jaffe, "Corporate Finance", 4th edition, 1996.
170. Rusnok, J., "Private pensions in Czech Republic", Presentations during round-table, Sofia, August 2006
171. Shipman, W.G., "Private social security accounts are best long-term investment despite market jitters", Cato Institute, <http://www.socialsecurity.org>
172. Vazov, R., (2019). Innovative approaches to insurance company cash flow management, Contemporary theoretical aspects, VUZF Publishing House "St. Grigorii Bogoslov", 2019
173. Watsham, T., T. Parramore. Quantative Methods in Finance. International Thomson Business Press, New York, 1996
174. Wharton School of the University of Pennsylvania, "Is social security in trouble? Depends on whom you ask", <http://knowledge.wharton.upenn.edu/>
175. World Bank, "From red to grey. The "third transition" of aging populations in Eastern Europe and former Soviet Union", 2007
176. Zukin, J. H., "Financial Valuation: Business and Business Interests", Warren Gorham Lamont, 1990

НОРМАТИВНИ ИЗТОЧНИЦИ

1. Кодекси
2. Закони
3. Правилници
4. Наредби
5. Указания
6. Инструкции
7. Изисквания на КФН
8. Международни счетоводни стандарти
9. Национални счетоводни стандарти

ИНТЕРНЕТ СТРАНИЦИ

1. www.nssi.bg
2. www.fsc.bg
3. www.nsi.bg
4. www.nap.bg
5. www.assoc.pension.bg
6. <http://www.abz.bg/>
7. <https://www.eiopa.europa.eu/>
8. <http://ec.europa.eu/eurostat/>
9. <https://www.oecd.org/>
10. <https://papersvuzf.net/index.php/VUZF>
11. <https://www.pensionseurope.eu/>
12. <https://www.insuranceeurope.eu/>
13. <https://www.efama.org/SitePages/Home.aspx>
14. <http://www.allianzglobalinvestors.com/>
15. <http://www.poc-doverie.bg/>
16. <http://www.saglasie.bg/>
17. <http://www.dskrodina.bg/>
18. <http://www.allianz.bg/>
19. <http://www.ing.bg/>
20. <http://www.ccb-sila.com/>
21. <http://www.lukoilgarant.bg/>
22. <http://www.pod.dzi.bg/>
23. <http://www.bnb.bg/>
24. <http://www.fiap.cl/>
25. <http://www.inprs.org/>
26. <http://www.iosco.org/>
27. <http://www.mlsp.government.bg/>
28. <http://www.pension.bg/>
29. <http://www.issa.int/>
30. [http://www.ec.europa.eu/internal market/pensions](http://www.ec.europa.eu/internal_market/pensions)
31. <http://www.ime-bg.org/>
32. <http://www.iwatchbulgaria.com/>

33. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
34. <http://ttype.eu/>
35. <https://info.mercer.com/>
36. <https://www.cbba-europe.eu/>
37. <https://actuary.eu/>
38. <https://vuzflab.eu/>
39. <http://pepp.vuzf.bg/>