



**VUZF**

Finance,  
insurance, business,  
entrepreneurship  
and innovation

# **PEPP - REGULATION AND TECHNICAL STANDARDS FOR MARKET REALIZATION**

## **Conference proceedings**

ISBN 978-954-8590-93-8

# **PEPP - REGULATION AND TECHNICAL STANDARDS FOR MARKET REALIZATION**

Research presented at the Second International Conference "PEPP - Regulation and Technical Standards for Market Realization", organized by the VUZF University and the Laboratory for Applied Research - VUZF Lab on October 29-30, 2020.

## **PEPP – РЕГЛАМЕНТ И ТЕХНИЧЕСКИ СТАНДАРТИ ЗА ПАЗАРНА РЕАЛИЗАЦИЯ**

Научни изследвания, представени на Втората международна конференция „PEPP – Регламент и технически стандарти за пазарна реализация“, организирана от Висшето училище по застраховане и финанси и Лабораторията за научно-приложни изследвания към него - VUZF Lab на 29-30 октомври 2020 г.

Адрес на редакцията:

София 1618

ул. „Гусла“ № 1 (кв. „Овча купел“)

Висше училище по застраховане и финанси

ст.308, тел. (02) 40 15 809

e-mail: [pariikultura@vuzf.bg](mailto:pariikultura@vuzf.bg)

[www.vuzf.bg](http://www.vuzf.bg)

ISBN 978-954-8590-93-8

Copyright 2020

Висше училище по застраховане и финанси

Всички права са запазени. Никаква част от сборника не може да бъде превеждана или възпроизвеждана под каквато и да е форма без писменото разрешение на издателя.

**Конференцията се организира със съдействието на Фонд „Научни изследвания“ по Договор № КП-06-МНФ/13 от 24.09.2020 г.**

**„Фонд „Научни изследвания“ не носи отговорност за съдържанието на докладите и отпечатаните материали от научния форум“.**

## РЕДАКЦИОННА КОЛЕГИЯ

### **Членове:**

доц. д-р Григорий Вазов

проф. д-р Григор Димитров

проф. д-р Виржиния Желязкова

проф. д-р Даниела Бобева

проф. д-р Али Вейсел

проф. д-р Любка Ценова

доц. д-р Яким Китанов

доц. д-р Десислава Йосифова

доц. д-р Станислав Димитров

доц. д-р Жельо Христозов

доц. д-р Юлия Добрева

доц. д-р Даниела Илиева

доц. д-р Маню Моравенов

доц. д-р Красимир Тодоров

доц. д-р Теодора Лазарова

доц. д-р Радостин Вазов

гл. ас. д-р Бисер Райнов

гл. ас. д-р Росица Тончева

д-р Ясен Димитров

д-р Елина Кърпачева

ас. Никола Димитров

**Под научната редакция на проф. д-р Виржиния Желязкова и доц. д-р Станислав Димитров**

**Главен редактор: доц. д-р Радостин Вазов**

## Съдържание

<b><i>THE BASIC PEPP – SAFE, TRANSPARENT AND COST-EFFICIENT PRODUCT</i></b> .....	5
Stanislav Dimitrov .....	5
<b><i>THE PEPP CONTRIBUTION TO THE CAPITAL MARKETS UNION (CMU)</i></b> .....	17
Jorik van Zanden Hans van Meerten Andrea Minto .....	17
<b><i>ESG FACTORS CONSIDERATION IN PEPP REGULATION</i></b> .....	27
Michele Siri, .....	27
<b><i>PROTECTION MECHANISMS FOR CONSUMERS IN THE PEPP</i></b> .....	36
An Wouters Jorik van Zanden.....	36
<b><i>PAN-EUROPEAN PERSONAL PENSION PRODUCT – LEGAL PREREQUISITES AND GUARANTEES</i></b> .....	46
Lubka Tzenova .....	46
<b><i>THE AVERAGE VALUES OF PENSION SYSTEM PARAMETERS IN BULGARIA</i></b> ....	55
Stanislav Dimitrov .....	55
<b><i>PSYCHOLOGICAL PERSPECTIVE TOWARDS LONG-TERM SAVINGS</i></b> .....	65
Teodora Lazarova .....	65
<b><i>ОБЩОЕВРОПЕЙСКИЯТ ПРОДУКТ ЗА ЛИЧНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ КАТО ВЪЗМОЖНОСТ ЗА НАСЪРЧАВАНЕ ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИНФРАСТРУКТУРНИ ПРОЕКТИ</i></b> .....	73
Ралица Пандурска.....	73
<b><i>ПЛАНИРАНЕ НА ДОХОДИТЕ В ПЕНСИОННА ВЪЗРАСТ В КОНТЕКСТА НА ДЪЛГОСРОЧНОТО УПРАВЛЕНИЕ НА ЛИЧНИТЕ ФИНАНСИ</i></b> .....	84
Джеймс Йоловски.....	84
<b><i>КАПИТАЛОВИ ПЕНСИОННИ СХЕМИ В СТРАНИТЕ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА – РЕЗУЛТАТИ И ПЕРСПЕКТИВИ</i></b> .....	95
Николина Марева .....	95
<b><i>THE ROLE OF INFORMATION DOCUMENTS IN PERSONAL SAVINGS PRODUCTS – PEPP KEY INFORMATION DOCUMENT AND PEPP BENEFIT STATEMENT</i></b> ....	108
Jivka Stoilova-Nikolova .....	108
<b><i>ДОБРИ ПРАКТИКИ ПРИ ФИНАНСИРАНЕ ЧРЕЗ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР НА МАЛКИТЕ И СРЕДНИ ПРЕДПРИЯТИЯ (НА ПРИМЕРА НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ В ПОЛША И РУМЪНИЯ)</i></b> .....	118

Снежана Йотинска,.....	118
<b>ОБЩИ ПРИНЦИПИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВИЯ РИСК.....</b>	<b>134</b>
Мария Филиповска-Димитрова .....	134
<b>С КАКВО МОЖЕ ДА НИ ПОМОГНЕ НАЛИЧНИЯТ ОПИТ ПРИ СПЕСТЯВАНЕТО НА ПЕНСИОННИ ПРОДУКТИ? .....</b>	<b>154</b>
Борислава Ирибозова .....	154
<b>ПРАКТИЧЕСКИ ПОДХОДИ ЗА ФОРМИРАНЕ НА ПОРТФЕЙЛ ОТ ФИНАНСОВИ АКТИВИ .....</b>	<b>168</b>
Мария Филиповска-Димитрова .....	168

# THE BASIC PEPP – SAFE, TRANSPARENT AND COST-EFFICIENT PRODUCT

Stanislav Dimitrov

Assoc. Professor Ph.D., Head of Finance Council, VUZF University, Sofia,

Head of Insurance and Pensions Research Unit, VUZF Lab

CEO Life insurance company Saglasie AD

[sdimitrov@vuzf.bg](mailto:sdimitrov@vuzf.bg); [dim\\_stanislav@yahoo.com](mailto:dim_stanislav@yahoo.com)

## ABSTRACT

European Commission pan-European personal pension product (PEPP) framework is to be completed till the end of 2020. EU is a step closer to create common rules for personal pension insurance. Basic PEPP is mandatory to offer from providers. The report is analyzing the formulated Basic PEPP and is searching answer whether through the proposed design could be reached the preset goals. The research is focused on three main areas - safety, transparency and cost-efficiency – as we think these are key to success of the proposed product.

**Key words:** pan-European personal pension product, PEPP, Regulation on a PEPP, Basic PEPP, cost cap, risk-mitigation techniques.

**JEL Codes:** G11, G23, G35

## INTRODUCTION

The report is motivated by desire for detailed analysis of the chances Basic PEPP to meet the expectations. The Regulation on PEPP<sup>1</sup> enters into force in August 2020. In August EIOPA submits to EC a draft of additional legal instruments<sup>2</sup> (the so-called Level 2 PEPP legislation). Following these developments, the PEPP gradually is making its way to the market. It is expected the first PEPPs to be provided in 2021. The Basic PEPP is a mandatory to be proposed to the potential savers<sup>3</sup>. The provider can decide to add to it up to five other PEPPs –

---

<sup>1</sup> European Parliament, Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP)

<sup>2</sup> EIOPA (2020). Proposal for Commission Delegated Regulation Supplementing Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on information documents, on the costs and fees included in the cost cap and on risk-mitigation techniques for the pan-European Personal Pension Product; EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment

<sup>3</sup> Article 42 of the PEPP Regulation specifies that each PEPP provider can have up to six investment options, one

i.e. with certain characteristics different from the basic one.

Still the proposed framework raises concerns whether the **product will be attractive to customers and financially feasible to providers.**

## METHODOLOGY

The aims of the research are reached through the following methodology: analysis of the Basic PEPP characteristics; comparison with the existing personal pension products; description of the proposed freedom of Member States (MS) and the providers; comparing views of different stakeholders; examining research literature on the topic; raising some problems, discussing solutions and analysis of the potential impact on the market.

## RESEARCH FINDINGS

Based on the analysis reached is the conclusion that **the Basic PEPP has all the chances to meet the preset goals as to increase the saving in retirement products and to offer good quality product to the savers.** Reaching these goals is not guaranteed from the work done till now – it is needed further efforts from policy-makers, regulators and providers.

The role of the Basic PEPP is to be a default investment option to savers together with certain product characteristics. The core objective of the Basic PEPP (as stated by EIOPA<sup>4</sup>) is a simple, cost-efficient and transparent product with a sufficient long-term real investment return. It is basic because every provider has to offer product which meets certain legal characteristics, mainly the cost cap of 1%.

Basic PEPP delivers higher protection. The expectations are that at least in the beginning most of the savers will choose to stick to the Basic PEPP<sup>5</sup>. During the accumulation of the capital the clients can influence the saving through different choices. The savers can switch from the Basic PEPP to another one after 5 years of initial take up. They have the right to change the provider.

In fact, after the Level 2 PEPP legislation the potential providers will have the most of the framework for the design and delivery of the PEPP. We are analyzing the three elements of the framework that we found crucial for the uptake of PEPP from the potential savers.

## SAFETY

One of the reasons the European Commission (EC) to develop the PEPP framework is

---

of which needs to be the Basic PEPP

<sup>4</sup> EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 14

<sup>5</sup> EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 32

the lack of consumer trust<sup>6</sup>. 57% is the trust by consumers in financial products and financial institutions according to Edelman Trust Barometer – the lowest among 10 categories. Using standardized features and measures for quality assurance EC is expecting increase in personal pensions savings. One of the standardized features is that the **PEPP has a capital protection**. The capital protection can have the form of a guarantee<sup>7</sup> or the form of applied risk-mitigation technique (RMT). The PEPP Regulation sets out the requirement for all PEPP investment options to include a risk-mitigation technique. This requirement is supposed to secure high level of protection. The savers can choose a guarantee or RMT. Here comes the first problem - there are no clear criteria to assess the effectiveness of the RMT. In this regard, it is important to apply an algorithm of risk assessment operations, including determining the stages in the risk assessment process, such as: risk identification; risk analysis<sup>8</sup>; determining the amount of risk, including the choice of methods for risk assessment; determining the „price” of the risk; assessment of the economic efficiency in covering the risk<sup>9</sup>.

Better Finance expresses the opinion that<sup>10</sup> for RMT there has to be implemented „...clear benchmarks on how can PEPP providers ensure that the latter are in line and reasonably expectable to reach the PEPP investment objectives”. In terms of equal level play field, the guarantee is not displayed in KID and BS in a sufficiently good way to be perceived as an advantage.

We will analyze the proposed policies from EIOPA – see the following table. In bold are the preferred from EIOPA policy options.

---

<sup>6</sup> London School of Economics and Political Science, Open Evidence and BDI Research, (2020). “Consumer testing and communication design work specifying the details of the pan- European Personal Pension Product (PEPP) Key Information Document (KID) and Benefit Statement (PEPP BS)”, p. 7

<sup>7</sup> Guarantee for the accumulated contributions after costs

<sup>8</sup> Vazov R., "Inovative Approaches to Insurance Company Cash Flow Management (contemporary theoretical aspects)", VUZF Publishing House "St. Grigorii Bogoslov", 2019, ISBN: 978-954-8590-54-9

<sup>9</sup> Мишева, Ир. Оценка на риска от замърсяване на околната среда – фактор за ефективността на застраховането на отговорността на промишлените предприятия. – Математика +, бр. 1, 2016, с. 70-72; (Misheva, Ir. Assessment of the risk of environmental pollution – a factor for the effectiveness of liability insurance of industrial enterprises. – Mathematics +, 2016/1, p. 70-72).

<sup>10</sup> Better Finance (2020), Response to EIOPA PEPP Consultation, p. 1



Table 1: Policy issues and selected options by EIOPA for Level 2 legislation

<b>Policy issues</b>	<b>Options</b>
1. Information documents: reflection on pension specificities	1.1 PRIIPs approach <b>1.2 Tailored approach</b>
2. Cost cap for the Basic PEPP	2.1 All-inclusive approach 2.2 Exclusion of one-off costs <b>2.3 Acknowledging the distinct feature of a guarantee</b>
3. Risk- mitigation techniques	3.1 Strict criteria on investment allocation 3.2 Principles and objectives <b>3.3 Objectives coupled with quantifiable criteria</b>
4. Supervisory reporting: Frequency	<b>4.1 Only annual reporting</b> 4.2 Annual and limited quarterly reporting 4.3 Full quarterly reporting
5. Supervisory reporting: Granularity	5.1. Reporting by product 5.2. Reporting by investment option <b>5.3. Reporting split between Basic PEPP and alternative investment options</b>
6. Supervisory reporting: Content	6.1 Detailed reporting <b>6.2 Reduced reporting</b>

*Source:* EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 4

Concerning risk – mitigation techniques EIOPA favours policy 3.3. namely “objectives coupled with quantifiable criteria”. This option tries to combine the benefits of the other two alternative policy options, i.e. to set out high-level principles on the objective of the different risk-mitigation techniques and adding some general criteria for the main types of risk-mitigation techniques. Using this approach leads to difficulty and uncertainty to assess the methodologies applied and the appropriateness of the governance structures and modelling. It will not be clear to savers which inputs and assumptions are used in the modelling and why. In fact, it matters only to calculations. The adopted approach to allow applying risk-mitigation techniques in retirement products is to leave room the pension market to be entered by asset management companies and / or investment firms. Nevertheless, it is positive that policy option 3.2. is discarded. If the applied approach is setting general principles and objectives for RMT it would lead to risk of regulatory arbitrage. Potential savers will have information for the investment option from the **key information document** (KID) as it is required the document to contain the characteristics of each investment option. It has to be stated clear in all

information documents that the guarantee does not apply in case of switch of provider before the end of the accumulation phase.

Another element of protection is **the national guarantee scheme** (where applied). The section in KID „*What happens if (the name of the PEPP provider) is unable to pay out?*” shall have description<sup>11</sup> on whether the related loss is covered by an investor compensation or guarantee scheme. This is second problematic area for saver’s choice. The saver has to compare products not only with different levels of guarantees, provided from different financial institutions but he/she has to take into account whether some part or the whole amount of the savings is under protection from national guarantee scheme. For example, in Bulgaria life insurances and bank deposits are guaranteed up to BGN 196 000 (a little more EUR 100 000) under sectoral guarantee schemes. At the same time savings in voluntary pension funds and in mutual funds are not protected under national guarantee scheme.

Another level of safety are **the providers’ prudential rules**. For the saver’s security stricter rules are better. Higher capital and governance requirements lead to increased price for the private capital to participate in the market. It is said that life insurers have stricter prudential rules compared to asset managers. This could lead to prudential rules arbitrage.

Receiving **advice** is an element of higher protection for the saver. The problem with advice is discussed in detail below.

Often the safety is opposed to costs and performance. There is a trade-off between risk and minimal return expectation, though with the same strength as known in the operations management (costs vs. quality)<sup>12</sup>. At the very beginning of KID section „*The PEPP at a glance*” outlines the four most important characteristics (as of the EIOPA opinion) – capital, costs, risks and guarantee. All of these are related to safety, costs and profitability of the product. Finally, it will be up to the saver whether prefers less risky product with moderate expectations of high return or opposite will stick to riskier product in search of better return. That is why the PEPP saver should have a meaningful assessment of the risk associated with the product.

**Supervising with effective powers** is another milestone of good product. National competent authorities (NCA) will authorize the PEPP. EIOPA will register new PEPPs in a central register, monitor the PEPP market and can issue a temporary ban or restriction of the marketing, distribution or sale. Reporting will be in 7 categories – costs, cash flows, PEPP

---

<sup>11</sup> EIOPA (2020). Proposal for Commission Delegated Regulation Supplementing Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on information documents, on the costs and fees included in the cost cap and on risk-mitigation techniques for the pan-European Personal Pension Product, p. 19

<sup>12</sup> Todorov K., Theory of Operations Management, VUZF Publishing, Sofia, 2020, p. 160

savers, asset – by – asset, look through, derivative by derivative and investment income by asset category.

## **TRANSPARENCY**

Long-term nature of the product requires transparency in order to convince the potential saver to buy it. It is positive that European authorities are tailoring the regulatory approach to the characteristics of the PEPP. The tailoring approach is defended also by PensionsEurope<sup>13</sup>. For long-term decisions one needs to supply enough information in order the saver to make a decision. At the same time there is a risk of information overload. Too much information or delivered in improper way can confuse or raise some doubts in the potential client. That is why you need simple disclosures. They depend on the characteristics of the product – here comes the need for **simple product**. It means product that is easy to understand and to process the information. The business model behind the product has to be simple. This is another problematic area taking into account the different types of providers (insurers, pension institutions, asset management companies and banks). Those groups of providers have different business models. *It will be difficult for the saver to compare between Basic PEPPs from different types of providers.* The marketing and agents' effectiveness to convince will be key to savers' decision in a situation where the client is in difficulty to decide alone. In this sense, personal sales are usually associated with long conversations and motivated persuasion of the potential consumer. The results of personal sales depend on what answer will be given to the questions: how well the products are known; whether active means of contact with consumers are used; how convincing are the arguments of the offering pension product; what are his/her reactions and business behavior; how much financial and intellectual resources will be used for personal sales<sup>14</sup>.

Providers will have the opportunity to deliver the information to the saver in three layers: the minimum required information in KID, in the **Benefit Statement** (PEPP BS) and other documents; information for further reading and eventually in a glossary. The proposed KID is easy to read and understand<sup>15</sup>. Its role is to reveal the nature, risks, costs, potential gains and potential losses of the PEPP as a product and the particular PEPP delivered to the saver. Through the KIDs the saver has to be able to compare different PEPPs. KID follows the

---

<sup>13</sup> PensionsEurope (2020), Answer to Consultation on PEPP Level-2 Measures, p. 1

<sup>14</sup> Мишева, Ир. Застрахователен маркетинг. Второ разширено и допълнено издание. София, Издателски комплекс – УИСС, 2016, с. 132; (Misheva, Ir. Insurance marketing. Second extended and supplemented edition. Sofia, Publishing Complex – UNWE, 2016, p. 132).

<sup>15</sup> The PEPP KID follows the same Q&A format and approach in disclosing information as the PRIIPs KID. On PRIIPs KID see Stoilova-Nikolova, J. Presentation of Information with Regard to Distribution of Insurance-Based Investment Products. Pravna misal, ISSN 1310-7348, № 2, 2017, pp. 51 – 71.

mandatory template and has to be up to five pages. In the KID it has to be described three scenarios what to expect from the saving in the particular PEPP.

Crucial indicator for the transparency is the **comparativeness between PEPPs and PEPP with alternative products**. For example, EIOPA is of the opinion<sup>16</sup> that the summary risk indicator for PEPP cannot be compared to PRIIPs<sup>17</sup> one. Positive aspect of Level 2 legislation is the deviation from Reduction in Yield (RiY) approach (applied for PRIIPs). The Actuarial Association of Europe expresses the opinion<sup>18</sup> that risk indicator for PEPP has to be different from the one used for PRIIPs. The adopted policy option (the tailored approach) will match the pension nature<sup>19</sup> of the PEPP. As it is stated by EIOPA<sup>20</sup> „*The design of the summary risk indicator should enable the discrimination of 'superior' investment strategies and risk mitigation techniques from 'inferior' ones; so that higher riskiness increases the probability of higher returns, (inferior ones would not raise the probability of higher rewards at higher risks).*” The disclosure of the **risk reward profile** is one of the key elements of the KID. It will be numbered in summary risk indicator. The indicator is one of the reference points when comparing PEPPs. It has to be taken into account that the conducted consumer testing of KID and BS PEPP mock-ups shows<sup>21</sup> that the disclosure of risk information triggers doubts and fears among potential savers.

The applied approach „*transparent about all applicable costs and charges*” is another positive element of the legal framework. It directly relates to the process of sale, including providing advice. The **costs will be disclosed in four** groups in the KID: administrative costs; investment costs; distribution costs including advice and costs of guarantee (the costs charged to the saver for the guarantee to pay back at least the accumulated capital at decumulation).

There are three main stages in **initial advice process**: information gathering on the PEPP saver’s personal circumstances; assessment of that information and delivery of a

---

<sup>16</sup> EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 10

<sup>17</sup> Packaged retail investment and insurance products, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/consumer-finance-and-payments/retail-financial-services/key-information-documents-packaged-retail-and-insurance-based-investment-products-priips\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/consumer-finance-and-payments/retail-financial-services/key-information-documents-packaged-retail-and-insurance-based-investment-products-priips_en)

<sup>18</sup> AAE, (2020), Comments on EIOPA PEPP consultation, p. 6

<sup>19</sup> The definition for PEPP in the Regulation is “a long-term savings personal pension product, which is provided under an agreed PEPP scheme by a regulated financial undertaking authorised under Union law to manage collective or individual investments or savings, and subscribed to voluntarily by an individual PEPP saver in view of retirement, with no or strictly limited redeemability”

<sup>20</sup> EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 7

<sup>21</sup> London School of Economics and Political Science, Open Evidence and BDI Research, (2020). “Consumer testing and communication design work specifying the details of the pan- European Personal Pension Product (PEPP) Key Information Document (KID) and Benefit Statement (PEPP BS)”, p. 13

personalized recommendation to the customer. Article 34 of the Regulation<sup>22</sup> envisages prior to the conclusion of a PEPP contract the PEPP provider or PEPP *distributor to specify the retirement-related demands and needs of the prospective PEPP saver, including the possible need to acquire a product offering annuities.*

**The tax regime** of saving in PEPP is not well presented in KID and PEPP BS. The lack of sufficient information about taxation of the pay-ins, investment yield and pay-outs lead to low comparability between PEPPs and PEPP and alternative products. Little information about tax regime has to be disclosed only in the section „*What can I expect at retirement*” in the KID<sup>23</sup>.

Concerning transparency, it is positive that is required very detailed information in the section of PEPP BS „*How Has My PEPP Changed in the Last 12 Months*”. Stochastic modelling is needed to project future PEPP benefits. This is a modelling that forecasts the probability of various outcomes under different conditions, using random variables

Positive influence on the Level 2 legislation is the carried-out **testing among consumers**<sup>24</sup> of KID and BS mock-ups. The communication design, behavioural studies and consumer testing stand as a very valuable in product design. Valuable information from this testing is the influence of particular factors in both ways alone each other and in combination: security guarantee; annual cost (1%); risk profile (low or high); quality assurance (EU flag); social nudge and reward projection. Examples of social nudge are “very popular product”, “many people are buying” and “friends’ recommendation”.

### **COST-EFFICIENCY**

Article 45 (3) of the PEPP Regulation requires EIOPA to draft regulatory technical standards that specify the types and costs which should not exceed **1% of the accumulated capital (the cost cap for the Basic PEPP)**. EIOPA proposes to introduce an all-inclusive<sup>25</sup> „*approach encompassing all costs and fees for the Basic PEPP and to set up an exhaustive list comprising those costs and fees exempted for the sake of a level playing field of different PEPP*

---

<sup>22</sup> Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP)

<sup>23</sup> EIOPA (2020). Proposal for Commission Delegated Regulation Supplementing Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on information documents, on the costs and fees included in the cost cap and on risk-mitigation techniques for the pan-European Personal Pension Product, p. 19

<sup>24</sup> The testing is performed in three MSs – Croatia, Ireland and Spain. For more information see London School of Economics and Political Science, Open Evidence and BDI Research, (2020). “Consumer testing and communication design work specifying the details of the pan- European Personal Pension Product (PEPP) Key Information Document (KID) and Benefit Statement (PEPP BS)”

<sup>25</sup> EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 20

*products, which meant to exclude the costs of a capital guarantee”.*

The main elements of current cost levels are related to the distribution<sup>26</sup> of personal pension products including providing **advice**. There are relevant doubts that distribution costs are not necessarily transparent to the individual consumer. EIOPA is of the opinion that costs and charges considering the information gathered, on-going costs and charges – on average – may be kept at levels below 1% of the accumulated capital (assets under management). One-off and transaction costs are not considered in the figure. EIOPA follows the logic that the option here could be to limit the costs included in the cost cap to the regular, on-going, annual costs and charges and to allow for one-off costs to be outside of the cost cap. This should ensure the feasibility of offering the Basic PEPP. The European Fund and Asset Management Association (EFAMA) expresses strong message<sup>27</sup> that „...*the proposal to include the cost of advice within the cap is likely to lead to the PEPP being commercially unviable...*”. At the same time, it is necessary to keep the cost low in order to make the PEPP attractive to potential savers - to deliver a cost-efficient Basic PEPP. The **attractiveness** to savers and providers is a focus that is raised from Insurance Europe<sup>28</sup>. Searching compromise for the cost cap EIOPA is proposing a possibility for **amortisation** of one-off costs that cannot be covered in the year of occurrence. The amortisation will be allowed for up to certain period – over, at maximum, the initial term of the contract of five years.

The cost-efficiency of the Basic PEPP is enforced via a cap on the annual costs. The cost limit is calculated from the annual capital of the saver. The cost of capital guarantee is excluded from this cap. It has to be clearly stated in the KID. The cost of biometric risks is not included in the cost cap. Biometric risks are considered not costs but features of the product. So, the quality of the PEPP is defined based on its value for the money payed-in. It is expected that larger assets pools will cut providers’ costs. Cost cap, standardized features, discretionary options are elements of the **balance between highly standardized product and leaving room for innovation and healthy competition**.

It has to be taken into account that providers will have to made investments in IT solutions, databases and reporting processes. Positive sign is that there will be no reporting on product. The policy option is **reporting** split between Basic PEPP and alternative investment options aggregated and if necessary granular ad-hoc reporting. For this issue there is trade-off

---

<sup>26</sup> EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 17-18

<sup>27</sup> EFAMA (2020), Response to EIOPA’s Consultation on the PEPP, p. 1

<sup>28</sup> Insurance Europe (2020), Response to the EC Roadmap on CMU Action plan, p. 2

between exhaustive overview and costs.

Very important for the cost-efficiency of PEPP is the possibility for a **fully digital disclosure and distribution regime**, including automated advice without any human intervention. Online distribution is considered as a tool for reduction of the costs of distributing the PEPP.

Another element of cost-efficient PEPP is the easing of the **yield performance threshold**<sup>29</sup>, i.e. outperforming inflation and led to the setting a lower threshold for recouping the capital, which represents a trade-off between risk and minimal return expectation (creation of an environment PEPP to be **viable and profitable**). The Level 1 and Level 2 PEPP legislation do not have requirements for target investments, absolute limits, minimum liquidity requirements or others. This is another problematic area as it relates to the balance between strict criteria on investment allocation and clear benchmarks versus transparency and highly standardized PEPP. We have to take in mind that in Article 41 of The Regulation it is promoted the “prudent person principle”. If savers are searching greater yields, they can opt for alternative investment options. This issue is a trade-off between robust capital protection, higher costs and innovative, alternative investment options.

## CONCLUSION

No matter of the risks the PEPP initiative of the EC has good chances to succeed. The work till now and delivered PEPP framework create an opportunity to meet the targets to give the savers more choices, to provide competitive product, to achieve relatively high level of protection of consumers and to support the mobility of the EU citizens. Still there are too many trade-offs and risk to lose focus. In order not to lose the good chances there is need for further efforts and measures from European authorities (mainly EIOPA and EC), national competent authorities and regulators. The analysis proves that the Basic PEPP could be simultaneously safe, transparent and cost-efficient product. The efforts have to gain trust among savers and to deliver viable product on the market.

---

<sup>29</sup> EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, p. 25

## Bibliography:

1. AAE, (2020), Comments on EIOPA PEPP consultation, <https://actuary.eu/aae-comments-on-eiopa-pepp-consultation/>
2. Better Finance (2020), Response to EIOPA PEPP Consultation, <https://betterfinance.eu/>
3. European Parliament, Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2019.198.01.0001.01.ENG](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2019.198.01.0001.01.ENG)
4. EIOPA (2020). Pan-European Personal Pension Product (PEPP): Regulatory and Implementing Technical Standards as well as Advice on Delegated Acts – Impact Assessment, [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product_en)
5. EIOPA (2020). Proposal for Commission Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on information documents, on the costs and fees included in the cost cap and on risk-mitigation techniques for the pan-European Personal Pension Product, [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product_en)
6. E&Y (2017). “Study of the feasibility of a European Personal Pension Framework”, [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170629-personal-pensions-study\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170629-personal-pensions-study_en.pdf)
7. EFAMA (2020), Response to EIOPA’s Consultation on the PEPP, <https://www.efama.org>
8. Insurance Europe (2020), Response to the EC Roadmap on CMU Action plan, <https://www.insuranceeurope.eu/>
9. London School of Economics and Political Science, Open Evidence and BDI Research, (2020). “Consumer testing and communication design work specifying the details of the pan-European Personal Pension Product (PEPP) Key Information Document (KID) and Benefit Statement (PEPP BS)”, [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product_en)
10. PensionsEurope (2020), Answer to Consultation on PEPP Level-2 Measures, <https://www.pensionseurope.eu/>
11. Мишева, Ир. Застрахователен маркетинг. Второ разширено и допълнено издание. София, Издателски комплекс – УНСС, 2016; (Misheva, Ir. Insurance marketing. Second extended and supplemented edition. Sofia, Publishing Complex – UNWE, 2016, ISBN 978-954-644-908-5).



12. Мишева, Ир. Оценка на риска от замърсяване на околната среда – фактор за ефективността на застраховането на отговорността на промишлените предприятия. – Математика +, бр. 1, 2016; (Misheva, Ir. Assessment of the risk of environmental pollution – a factor for the effectiveness of liability insurance of industrial enterprises. – Mathematics +, 2016/1, ISSN 0861-8321).
13. Stoilova-Nikolova, J. Presentation of Information with Regard to Distribution of Insurance-Based Investment Products. Pravna misal, ISSN 1310-7348, № 2, 2017, pp. 51 – 71
14. Todorov K., Theory of Operations Management, VUZF Publishing, ISBN: 9789548590792, Sofia, 2020

# THE PEPP CONTRIBUTION TO THE CAPITAL MARKETS UNION (CMU)

Jorik van Zanden <sup>30</sup> Hans van Meerten <sup>31</sup> Andrea Minto <sup>32</sup>

## 1. Introduction

Over the recent years, pension policy has become an ever more important topic throughout Europe.<sup>33</sup> In several countries, the prevalence and need to reform the pension systems have become the spearhead of political agendas.<sup>34</sup> These reforms are caused, inter alia, by demographic and economic changes.<sup>35</sup> For example, in 2018, 19% of the European population belonged to the 65+ demographic, which is predicted to increase drastically resulting in an old age dependency ratio of 50% in 2050.<sup>36</sup> Of course, this puts severe pressure on national budgets.

Another problem facing the EU regarding pension schemes is the lack of the so-called ‘portability’ of pension schemes and pension capital.

Portability, meaning roughly speaking the collective or individual transferability of pension rights to another provider (be it in another Member State)<sup>37</sup> has been an issue for several years<sup>38</sup>. The EU legislator tried since the last century to enhance portability for providers and consumers.<sup>39</sup>

---

<sup>30</sup> PhD student at Utrecht University. Jorik was closely involved during the negotiation of the PEPP in the European Parliament.

<sup>31</sup> Full Professor of EU pension law at the University of Utrecht and a lawyer admitted to the Dutch bar.

<sup>32</sup> Jean Monnet Professor in Law and Economics at Ca’ Foscari University of Venice and Visiting Professor at the Juridisk Institut – University of Southern Denmark.

<sup>33</sup> H. Van Meerten, J. van Zanden, ‘Pensions and the PEPP: The Necessity of an EU Approach’ (2018) 15 *European Company Law*, Issue 3, pp. 66–72.

<sup>34</sup> H. van Meerten et al., *EU Pension Law*. Amsterdam University Press, 2019.

<sup>35</sup> H. van Meerten, E.S. Schmidt, ‘Compulsory membership of pension schemes and the free movement of services in the EU’, *European Journal of Social Security*, 2017/ 1, p. 118-140.

<sup>36</sup> The old age dependency ratio is the ratio of elderly people when they become economically inactive, compared to the number of people in the working age. Eurostat, Population structure and aging, accessed on June 2020 [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Population\\_structure\\_and\\_ageing](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Population_structure_and_ageing)

<sup>37</sup> EIOPA, ‘Final Report on Good Practices on individual transfers of occupational pension rights’, EIOPABoS-15/104, 2 July 2015 [https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA-BoS-15-104\\_Final\\_Report\\_on\\_Pensions\\_Transferability.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA-BoS-15-104_Final_Report_on_Pensions_Transferability.pdf).

<sup>38</sup> K. Borg, A. Minto, H. van Meerten, The EU’s Regulatory Commitment to a European Harmonized Pension Product (PEPP): The Portability of Pension Rights vis-à-vis the Free Movement, *Journal of Financial Regulation*, 2019, <https://doi.org/10.1093/jfr/fjz005>.

<sup>39</sup> Idem.

Furthermore, there is a growing need of transparency and consumer protection vis-à-vis pension schemes.<sup>40</sup>

An important way to deal with the above-mentioned problems in the EU, is the so-called ‘Pan European Pension Product’, the PEPP.<sup>41</sup> The Level 1 Regulation was adopted in 2019, the Level 2 measures will be finished by the end of 2020.

The tiered law-making process that characterizes financial markets have quite some advantages on stemming from the interplay between levels<sup>42</sup> At level 1, the Council of Ministers (comprising the national ministers) formulate the principles or frameworks. At level 2, EU agencies<sup>43</sup>, make the draft legislation, after which the Commission further elaborates these principles, with the assistance of the second level committees (made up of representatives of the Member States’ sector-specific ministries, also referred to as ‘comitology’). At level 3, the national supervisory authorities collaborate in advising on the regulation and implementing the supervision. At level 4, the European legislation is implemented by the Member States and the European Commission ensures that this is done correctly, if necessary by commencing an infringement procedure pursuant to Article 258 TFEU.

The object of PEPP is to lay down uniform rules on the registration, manufacturing, distribution and supervision of personal pension products that are distributed in the European Union under the header of PEPP. PEPP intends to establish a separate regulatory framework for personal pension products on an EU level. According to the European Commission (EC), this will benefit consumers as the proposal envisages more choice for savers, greater market competition, consumer protection via stringent information requirements, distribution rules and a simple default investment option. PEPP savers will be able to switch providers and continue contributing to their PEPP when moving to another Member State.<sup>44</sup> Moreover, the PEPP will be contributing to the development of a Capital Markets Union (CMU). A more developed market for personal pensions in the EU will channel in fact more savings into long-term investments and increase the depth, liquidity and efficiency of capital markets. This will

---

<sup>40</sup> EIOPA, Implementation of IORP II: report on the pension benefit statement: guidance and principles based on current practices, 2019. The authors are currently involved in a project sponsored by GAK in relation to consumer protection and pensions.

<sup>41</sup> Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP), OJ L 198, 25.7.2019, p. 1–63

<sup>42</sup> See for more background: H. van Meerten, T. van den Brink, “EU Executive Rule-Making and the Second Directive on Institutions for Occupational Retirement Provision”, *Utrecht Law Review*, 2016 / 12, p. 75-85.

<sup>43</sup> In the case of the PEPP, this is done by the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

<sup>44</sup> H. van Meerten, A.K.R. Wouters, ‘The PEPP Regulation (PEPPR): Pepper for the Capital Markets Union?’ *Zeitschrift für Versicherungsrecht*, 2019, 14.

ultimately promote growth and the creation of new jobs in the EU and contribute significantly to achieve a single market for capital in Europe.

In particular, the new Action Plan to achieve the Capital Markets Union (CMU) issued by the European Commission highlights how essential the PEPP is<sup>45</sup>. Indeed, the European Commission sets out a list of measures to make decisive progress towards completing the CMU and commits to 16 actions to achieve the three key objectives: “(1) support a green, digital, inclusive and resilient economic recovery by making financing more accessible to European companies; (2) make the EU an even safer place for individuals to save and invest long-term; (3) integrate national capital markets into a genuine single market”. Amongst the 16 actions, point 9 is specifically dedicated to the PEPP<sup>46</sup>.

The European Commission points out that the longer life expectancy brings about new needs to invest long-term in order for individuals to get higher sustainable returns and a suitable complementary income for their retirement<sup>47</sup>. The introduction of a new pan-European option to save for retirement will contribute to achieve that end. Such goal, nonetheless, requires checks and balances to be put in place. In particular, monitoring tools should be implemented and equipped with detailed information on occupational pension schemes. In that respect, pension dashboards will be established as to provide Member States with a more comprehensive view of the adequacy of their pension systems, encouraging them to address shortcomings and share best practices. Besides, individual pension tracking systems will be provided for in order for individuals to get an overview of their future retirement income, based on their entitlements in all the pension schemes they participate in or the expected return of long-term products they invest in. In this way, individuals will be encouraged to supplement public pensions with life-long saving and investment, including through more active participation in occupational pension schemes. This will enable them to benefit from more adequate retirement income and

---

<sup>45</sup> See Communication of the European Commission, A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan, COM(2020) 590 final, 24 September 2020.

<sup>46</sup> See Action 9: The Commission will facilitate the monitoring of pension adequacy in Member States through the development of pension dashboards. It will also develop best practices for the set-up of national tracking systems for individual Europeans. Finally, it will launch a study to analyse auto-enrolment practices and may analyse other practices to stimulate participation in occupational pension schemes, with a view to developing best practices for such systems across Member States”.

<sup>47</sup> See European Commission report on the impact of demographic change, 2020.

make it possible to finance the long-term growth of the real economy, as well as its green and digital transition<sup>48</sup>.

## 2. The PEPP

The need for a PEPP has been set out in previous contributions.<sup>49</sup> As said, the EU market for pensions is severely underdeveloped and the IORP I<sup>50</sup> and IORP II<sup>51</sup> Directives where and are far from perfect. Even though the introduction of cross-border possibilities for IORPs, this market remains very small.<sup>52</sup>

Whereas the European Union has made its mark on the legal landscape concerning financial institutions in light of developing and regulating the internal market and addressing risks connected with financial crises, (personal) ‘pension’ still is left unregulated to a great extent.<sup>53</sup>

Where many legislative financial initiatives mainly focus on prudential requirements and informational provisions, putting in place a legal framework for the providers of financial services,<sup>54</sup> the PEPP takes a different approach.

On the 29<sup>th</sup> of June 2017, the European Commission launched the proposal for the PEPP, which was completed in the summer of 2019.<sup>55</sup> On the 14<sup>th</sup> of August 2020, EIOPA finished drafted the Level 2 legislation.

The PEPP is based on the so-called 2<sup>nd</sup> regime: a new regime alongside the 27 existing regimes of the EU Member States. The ‘bonus’ of the PEPP lies in the additional character: Member

---

<sup>48</sup> See ANNEX to the COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS A Capital Markets Union for people and businesses - new action plan.

<sup>49</sup> Op. cit, footnote 7.

<sup>50</sup> H. van Meerten, The Scope of the IORP Directive, in Social Services of General Interest in the EU (U. Neergaard, E. Szyszczak, J. W. van de Gronden & M. Krajewski eds, The Hague: TMC Asser Press)

<sup>51</sup> P. Borsjé, H. van Meerten, ‘A EU Pensions Union’, in: F. Pennings et al. (Eds), Research Handbook on European Social Security Law. Cheltenham: Edward Elgar publishing Limited, 2015, p. 385-412.

<sup>52</sup> Idem. See also EIOPA’s register of active cross-border IORPs.

<sup>53</sup> See for an overview: S. Hooghiemstra, H. van Meerten, “PEPP – Towards a Harmonized European Legislative Framework for Personal Pensions”, (June 28, 2017), p.7. Available at SSRN:

<https://ssrn.com/abstract=2993991> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2993991>; H. Van Meerten, J. van Zanden, ‘Pensions and the PEPP: The Necessity of an EU Approach’ (2018) 15 European Company Law, Issue 3, pp. 66–72.

<sup>54</sup> See for an overview: S. Hooghiemstra, H. van Meerten, “PEPP – Towards a Harmonized European Legislative Framework for Personal Pensions”, (June 28, 2017), p.7. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2993991> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2993991>.

<sup>55</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) COM/2017/0343

States can maintain their current ways of operating pension schemes, but in addition there is this extra, voluntary<sup>56</sup> framework for pension savings.<sup>57</sup>

This also means – amongst others - that providers of the PEPP are able to opt-in to the Regulation, after which their pension product may be labeled a PEPP but at the same time need to comply with the Regulation. In short: the EU created in theory a ‘safeguard’ label for a pension product with the (potentially greatly) beneficial European passport which enables the PEPP consumer to move to another Member State while keeping the same pension product. This PEPP-passport might offer the (i) the cross-border worker or for example the digital nomad an easy way to accrue an income for retirement in a single ‘pension pot’ as well as (ii) pension providers to enter the European internal pension market.

In the next paragraph, we will discuss some of the features of the PEPP and its possibilities and limitations.

### **3. The Pan-European Pension Product: consumer protection**

As stated before, the PEPP is in essence a quality label for personal pension products.<sup>58</sup> As soon as it fulfills the criteria as set out in the Regulation a provider may make an application for a license with its own national competent authority.<sup>59</sup> The regulator will assess if the product complies with the consumer protection elements and social, labor and tax laws of the sub-accounts.

#### **3.1 Sub accounts**

To understand how the PEPP works, it is important to give an overview of the compartmental approach of the PEPP, called sub-accounts. The Regulation defines a sub-account as follows:

*“Sub-account means a national section which is opened within each PEPP account and which corresponds to the legal requirements and conditions for using possible incentives fixed at national level for investing in a PEPP by the Member State of the PEPP saver’s residence; accordingly, an individual may be a PEPP saver or a PEPP beneficiary in each sub-account,*

---

<sup>56</sup> Voluntary both in the sense that consumers can voluntarily purchase this product, as well as voluntary for providers to apply for a PEPP license with their national personal pension product.

<sup>57</sup> Op. cit, The PEPP Regulation (PEPPR): Pepper for the Capital Markets Union?

<sup>58</sup> See in general how consumer protection interacts with pension schemes: H. van Meerten, E.S. Schmidt, ‘An Overview of EU Case Law: Consumer Protection as the Guiding Principle in Financial Services’, Pensions & Longevity Risk Transfer (Special Issues IIJournals), 2016 / 1.

<sup>59</sup> See article 5 onwards of the PEPP.

*depending on the respective legal requirements for the accumulation phase and decumulation phase;*<sup>60</sup>

The main idea behind the sub-account is that it complies with the national legislation of the home Member State of the PEPP consumer. Via this approach, a major issue is tackled: the tax hurdle.<sup>61</sup> According to a report of Ernst & Young, the European Union (including the UK) has in place 48 different systems of taxation for personal pension products. As taxation is the competence of the Member States and can only be regulated via unanimity, the PEPP does not contain any rules that interfere with this competence. Rather, the sub-account corresponds to each system of taxation, bypassing the problem by not addressing it. However, in light of consumer protection and consumer choice, the latter of which is highly influenced by preferential fiscal treatment, it is a shame that the recommendation by the Commission to grant PEPP pension products equal treatment as national products was rejected. In light of consumer protection, this might've been a good step forward.

### **3.2 The Basic PEPP**

There's been a lot of debate concerning the default option of the PEPP. Ranging from having just one option to multiple defaults (sic), the discussion resulted in the adoption of a Basic PEPP, designed to be simple, safe and value for money.<sup>62</sup> As the default option was most likely to be chosen by the PEPP saver and carried a European label of quality, it became an important part of the political discussion revolving around two main questions: what investment techniques are allowed and how should the costs and fees be kept to a reasonable level. The first question comes down to the debate that has been going on for quite some time now around the use of Defined Benefit (DB) and Defined Contribution (DC) schemes. In short; the insurance industry highlighted the fact that the capital accrued by the saver needs to be protected against loss, which could be done by providing a guarantee. However, asset managers (and consumer organizations) pointed towards the high costs of such guarantees and the impact on the returns, stating that a life-cycle investment option was the better choice.<sup>63</sup> In the end and in

---

<sup>60</sup> Article 2(23) PEPPR

<sup>61</sup> J.J. van Zanden, 'Is er nog een pijler op te trekken, PensioenMagazine 2017/34.

<sup>62</sup> See recital 54 jo. article 45 PEPP

<sup>63</sup> See Better Finance, Pension Savings: the real return, 2019 & A.Berardi, C. Tebaldi, F.Trojani, Consumer protection and the design of the default option of a pan-European pension product, 2018.

a political compromise, both options were allowed under the Basic PEPP – with additional requirements elaborated upon by the European Commission.<sup>64</sup>

However, the introduction of life-cycling as a ‘pension’ product raised concern, especially with politicians from countries that are culturally used to defined benefit schemes, so further compromise was needed. This led to the introduction of the fee-cap of 1%. Although not set in stone and subject to review by the Commission every two years, the fee-cap does put in place a barrier for market entry as the launch of a cross-border product is often expensive. As the schism between DB and DC is still very real, when developing the technical standards on defining what costs fall under the 1% EIOPA had to exclude the costs of providing guarantees from the otherwise all-inclusive fee-cap.<sup>65</sup> Furthermore, the level 2 measures drafted by EIOPA do not contain a definition of a guarantee which means that it remains largely unclear what costs are in and excluded when offering a product on the basis of a capital guarantee: does this refer to a nominal guarantee, net from accumulated fees at maturity? Has the guarantee be calculated on via the methodology of Solvency II?<sup>66</sup>

Ironically, this has led to the situation that the Basic PEPP might not always be the most fitting choice for a consumer, simply due to the fact that alternative PEPPs might offer better products that are even more value for money. This split between consumer and provider interests is one of the reasons the PEPP, for some, did not live up to its potential.

### **3.3 The right to information**

The right to be informed is a core concept of consumer protection law<sup>67</sup>, and plays a major part within the PEPP Regulation as well. Based on the PRIIP and IORP- II Directive, it requires PEPP providers to supply the consumer information before signing the contract, upon signing and send updates every year, including additional advice pre-retirement (a ‘wake-up call’). This is done via a PEPP Key Information Document and the PEPP Benefit Statement. The contents of these documents are quite detailed, but the EU legislator introduced the possibility of ‘layering’ which could greatly enhance consumer friendliness when purchasing a PEPP online.

---

<sup>64</sup> Recently published in COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) .../... of XXXsupplementing Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on information documents, on the costs and fees included in the cost cap and on risk-mitigation techniques for the pan-European Personal Pension Product, EIOPA-20-500 14/08/2020.

<sup>65</sup> Idem.

<sup>66</sup> See also EIOPA’s Consultation on the PEPP Position Paper of EIOPA’s Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) and Insurance and Resinsurance Stakeholder Group (IRSG), EIOPA-OPSG-20-13 EIOPA-IRSG-20-14, p.24.

<sup>67</sup> See, for example article 38 of the Charter and article 169 TFEU.



Besides information documents, the PEPP consumer needs to receive advice upon selecting his or her investment choice as well.<sup>68</sup> The advice needs to be highly personalized, making the provision of advice a complex matter and a costly endeavor.<sup>69</sup> Since advice is mandatory for all PEPPs, it's noteworthy that the specific fee-cap for the Basic PEPP is applicable in relation to the necessary advice, but not for the alternative PEPPs. However, this may lead to the situation that advising for a Basic PEPP isn't as commercially attractive as the costs of advice are not bound by any cap for alternative PEPPs. Article 12 specifically states that "the costs and fees referred to in article 45 (2) which are the reference to the Basic PEPP saver's accumulated capital at the end of the respective year". As there is no accumulated capital in a Basic PEPP upon conclusion of an alternative one, it seems the costs of advice therefore may be charged to the consumer provided that the costs are adequately disclosed.<sup>70</sup>

However, in light of cost-effectiveness and FinTech solutions, the PEPP Regulation enables PEPP providers to offer robo-advice, as long as it provides the same safeguards as face-to-face advice. This possibility might enable and encourage new parties to get a foothold in traditional realm of pensions as well, which the authors consider to be a welcome innovation. After all, if providers are able to safeguard the consumer interests as stipulated in the PEPP, in our view they offer a superior product with low costs, high transparency and very solid supervision both nationally and via EIOPA. While it's true that some elements of the PEPP hinder a swift uptake (fee-cap, advice) if a provider is able to do so regardless it might become greatly distorting for the pensions market that is currently still expensive.<sup>71</sup>

### **3.4 The occupational PEPP: friend or foe**

When stating that the PEPP is hardly a 'traditional initiative', some other elements of the PEPP deserve mentioning. For a long time, there has been a clear distinction in legal discourse<sup>72</sup> over the position of pension provisions amongst three pillars.<sup>73</sup> If it's state funded it's a first pillar

---

<sup>68</sup> Article 34 of the PEPP.

<sup>69</sup> EIOPA's Consultation on the PEPP Position Paper of EIOPA's Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) and Insurance and Resinsurance Stakeholder Group (IRSG), EIOPA-OPSG-20-13 EIOPA-IRSG-20-14, p.21.

<sup>70</sup> Within the OPSG and IRSG there was some debate on this topic as well; see EIOPA's Consultation on the PEPP Position Paper of EIOPA's Occupational Pensions Stakeholder Group (OPSG) and Insurance and Resinsurance Stakeholder Group (IRSG), EIOPA-OPSG-20-13 EIOPA-IRSG-20-14.

<sup>71</sup> Better Finance, Pensions: The Real Return, 2019

<sup>72</sup> See already for an overview: H. van Meerten, A. Van and Brink, S.A. de Vries, 'Regulating Pensions: Why the European Union Matters', Netspar Discussion Paper, 2011, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1950765> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1950765>

<sup>73</sup> Op. cit, EU Pension Law.

product, if it's via an employer second pillar and an individual product is considered third pillar.<sup>74</sup>

However, as the notion of 'pillars' is already prescriptive (it's not suited to describe systems) it's hard to use it for comparison between countries. On a macro level, this isn't too problematic, as for example the statement 'country X has a strong second pillar which is stronger than country Y' is a valid comparison. However, this statement seems problematic when designing pan-European pension products with a cross-border element. For example, article 6 of the PEPP Regulation enables Institutes for Occupational Retirement Provision to offer the PEPP, as long as their national law enables them to offer personal products. However, as some countries differ in their view which entity 'fits' in the 'second pillar', this might lead to the situation that a Dutch IORP is excluded from offering a PEPP while a, for example, Luxembourg ASSEP (a DC IORP) isn't.<sup>75</sup> Things get even more complicated when, for example, a Luxemburg IORP offers a PEPP with a Dutch sub-account.

Legally speaking, the answer is not so simple. For cross-border provision, IORPs are regulated via article 15 of the PEPP Regulation. If a PEPP provider wants to access a different market for the first time, the home and host competent authority need to communicate and the sub-account is in accordance with the Regulation, in particular according to article 6 of the PEPP Regulation. However, the Regulation does not offer the possibility to deny PEPP providers such as IORPs their right of freedom of services. According to the applicable rules ex article 3, the PEPP Regulation is applicable as well as the relevant sectorial Union law, laws adopted in implementation of relevant sectorial Union law and measures relating specifically to PEPPs and other national laws which apply to PEPP. However, as the Regulation specifically governs the topic of distribution and enables IORPs that are authorized under their national law to offer the PEPP, there doesn't seem much space to exclude them from other markets that do not allow IORPs to offer personal pension products. The recitals of the PEPP state clearly that

*“Under the freedom to provide services or the freedom of establishment, PEPP providers can provide PEPPs and PEPP distributors can distribute PEPPs within the territory of a host Member State after opening of a sub-account for that host Member State.”*

---

<sup>74</sup> According to the definition of the World Bank in 1994 – the authors note that the OECD has distinctions as well.

<sup>75</sup> S.N. Hooghiemstra, H. van Meerten, 'Voortschrijdend Inzicht: Pleidooi Afschaffen Pensioenbewaarder Voor Premiepensioeninstellingen (Progressive Insight: Abolish the Pension Custodian for Premium Pension Institutions)', RENFORCE Working Paper, available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3097384](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3097384).

Alternatively, one may argue that implementing rules on a national level falls under measures specifically relating to PEPPs, thus enabling Member States to exclude IORPs from operating in their territory, but also keeping in place barriers for the internal market.<sup>76</sup>

However, regardless the possibility of classical occupational vehicles to offer the PEPP, a major and often unnoticed element of the PEPP is that it is not individually bought by definition.

Article 2(2): ...subscribed to by a PEPP saver, or by an independent PEPP savers association on behalf of its members...

In theory, employers are able to set up an opt-in PEPP scheme (see also the point on borderline case) for their employees, which wouldn't be offered directly by the employer, but rather incentivized as an extra benefit in the terms of employment. The requirement of being independent could be solved by empowering social partners to set up such an opt-in scheme. The great flexibility for switching PEPP providers against marginal fees would enable the PEPP consumer to move away after retirement.

#### **4. Conclusion**

The EU has several 'pension problems, for example ageing, poor portability and the lack of consumer protection. Furthermore, the EU internal market for pensions is not sufficiently developed. This not only prevents, for example, a cost-efficient pension build-up of an employee working abroad, but the differences among national rule also restrict a local pension participant in choosing a pension fund established abroad.

All these problems have been recently pointed out in the new action plan to achieve the Capital Markets Union. The European Commission in fact deems the introduction and adoption of the PEPP as integral part of a truly single market for capital across the EU.

The PEPP can help break down these barriers as well as contribute to a high level of consumer protection, for example via limiting the costs and providing detailed information requirements. This article contains a description on the PEPP and its consumer protection elements, potential uses and its Level 2 measures.

---

<sup>76</sup> See also Hans van Meerten & An Wouters, Can a Dutch IORP Offer a PEPP?, Cross Border Benefits Alliance, Europe Review, July 2018, p. 8-32

# ESG FACTORS CONSIDERATION IN PEPP REGULATION

Michele Siri

Michele Siri, Jean Monnet Professor of European Union Financial and Insurance Markets Regulation at the University of Genoa and Director of the Jean Monnet Centre of Excellence EUSFIL. E-mail: [michele.siri@unige.it](mailto:michele.siri@unige.it)

## ABSTRACT

The consideration of ESG factors and risks in the context of PEPP Regulation coherently aligns with the recent EU regulatory initiatives on sustainable finance aimed at supporting the transition towards a carbon neutral economy and, in general, towards a more sustainable economic system. However, the uncomplete state of development of the sustainable finance regulatory reform poses many questions and challenges in relation to the implementation of ESG integration by PEPP providers.

**KEYWORDS** (max 5 parole): sustainable finance, PEPP regulation, ESG

**JEL CODE(S)**: K22

## INTRODUCTION

In line with the EU recent efforts to concretely support the transition towards a carbon-neutral economy<sup>77</sup> and, in general, towards a more sustainable economic system by

---

<sup>77</sup> Commission, ‘The European Green Deal’, (Communication) COM(2019) 640 final. See Commission, ‘Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing the framework for achieving climate neutrality and amending Regulation (EU) 2018/1999’ (European Climate Law) COM(2020) 80 final. The Commission has presented (or plans to present) a number of related initiatives and action plans, including the above mentioned Industrial Strategy and the Circular Economy Strategy (‘A new Circular Economy Action Plan For a Cleaner and more competitive Europe’, Communication, COM/2020/98 final). For a road map, see the Annex to the Green Deal at [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication-annex-roadmap\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication-annex-roadmap_en.pdf).

restructuring the entire EU financial regulatory framework,<sup>78</sup> Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (hereafter ‘PEPP Regulation’), includes many requirements concerning the integration of sustainability<sup>79</sup> - with particular reference to environmental, social and governance (ESG) concerns - in the investment processes, in line with climate objectives under the Paris Agreement<sup>80</sup> and the UN Sustainable Development Goals.<sup>81</sup> Such integration is announced at Recital 8 of the Regulation, which expressly declares the intention to create “...a personal pension product which will have a long-term retirement nature and will take into account environmental, social and governance (ESG) factors as referred to in the United Nations – supported Principles for Responsible Investment...”.

Specific requirements concern, first of all, the disclosure of details of how the investment policy takes ESG factors into consideration, as well as ESG performance information, so complementing the disclosure requirements earlier introduced by the recent Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (‘Sustainability Disclosure Regulation’).

Further requirements concern the explicit consideration, by PEPP providers, of ESG-related risks and the long-term impact of investment decisions on ESG factors as part of their requirement to invest in line with the Prudent Person Principle.

The present paper provides a brief overview of the PEPP rules requiring the integration of ESG considerations, and investigates the main challenges posed to PEPP providers in the implementation of such rules.

---

<sup>78</sup> See M. Siri & S. Zhu, ‘Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda’, 11 (22) *Sustainability* (2019) 6292. See also D. Busch, ‘Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector’ (July 13, 2020), European Banking Institute Working Paper Series 2020 - n. 70, <https://ssrn.com/abstract=3650407>.

<sup>79</sup> Recitals 8, 43 and 47 and Article 2 Paragraph 33, Article 36 Paragraph 1.1, Article 35 Paragraph 6.c, Article 28 Paragraph 3.c (xii), and Article 377 Paragraph 1.c. of PEPP Regulation.

<sup>80</sup> UN. Paris Agreement on Climate Change. Framework Convention on Climate Change (12 December 2015).

<sup>81</sup> UN General Assembly. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development, Resolution 70/1 adopted by the General Assembly (21 October 2015).

## RESEARCH FINDINGS

### ESG DISCLOSURE REQUIREMENTS

Differently from other EU sustainability-related texts - which refer to concepts such as ‘sustainability risks’<sup>82</sup> and ‘sustainability factors’<sup>83</sup> – PEPP regulation curiously rather refers to ESG factors, defined as the “...environmental, social and governance matters such as those referred to in the Paris Agreement, the United Nations Sustainable Development Goals, the United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights and the United Nations-supported Principles for Responsible Investment.” The direct and link to existing international principles and goals in the body of the regulation probably responds to the need to strengthen the alignment of the EU sustainability strategy with other global initiatives.

In relation to the above-defined ESG factors, PEPP Regulation requires PEPP providers to disclose a series of information, as listed below:

- a) A summary information on how the investment policy takes into account ESG factors in the context of the PEPP benefit statement, which should be drawn up to annually present PEPP savers with key personal and generic data about the PEPP and to ensure up-to-date information on it (Article 36, Paragraph 1.1 and Recital 43);
- b) Any change to the investment policy regarding the consideration of ESG factors in the investment policy (Article 35, Paragraph 6.c); and
- c) If available, the performance of the investments in terms of ESG factors in the context of the Key Information Document (‘PEPP KID’) (Article 28, Paragraph 3.c, xii).

Moreover, EIOPA’s Technical Advice published on August 2020 recommends the integration of ESG-related information in supervisory reporting.<sup>84</sup>

In addition to such specific disclosure requirements, PEPP providers – as included in the concept of ‘financial markets participants’ together with portfolio managers, managers of

---

<sup>82</sup>‘Sustainability risk’ is defined as “an environmental, social or governance event or condition that, if it occurs, could cause an actual or a potential material negative impact on the value of the investment”. See Article 2(22), Sustainability Disclosure Regulation.

<sup>83</sup> ‘Sustainability factors’ are defined as “environmental, social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and anti-bribery matters”. See Article 2(24), Sustainability Disclosure Regulation.

<sup>84</sup> EIOPA, Technical Advice on delegated acts supplementing Regulation (EU) 2019/1238 (the PEPP Regulation) by specifying additional information regarding supervisory reporting, EIOPA-20-502, 14/08/2020.

UCITS, AIF or EuVEC/EuSEF, IORP and pension product manufacturer – <sup>85</sup> should also comply with some general rules introduced by the recent Sustainability Disclosure Regulation. Such Regulation – aimed at avoiding green-washing practices and strengthening informed decision-making by end-investors when buying products marketed as sustainable investments – requires financial institutions to disclose procedures on integrating ESG risks in the investment process, the extent to which these risks impact the investment performance and the non-financial impact of investments on ESG factors. Specifically, the Sustainability Disclosure Regulation – which will become effective in Q1 2021 – requires financial market participants to a) publish on their websites and include in pre-contractual documents information on their policies on integrating sustainability risks in the investment decision-making process (Artt. 3 and 6), (b) publish and maintain on their websites information concerning whether (and if not, why) they take into account ‘principal adverse impacts of investment decisions on sustainability factors’ at the entity and product level (Art. 4, 7); (c) include in their remuneration policies information on the integration of sustainability risks (Art. 5); and (e) for products marketed as sustainable based on their ESG characteristics or objectives, information on how such characteristics or objectives are met and if an index has been designated as a reference benchmark, information on whether and how this index is consistent with those characteristics. Moreover, according to Articles 6-7 of Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (‘Taxonomy Regulation’), in the event a product does not qualify as ‘sustainable investment’, pre-contractual disclosure and periodic reports must contain a disclaimer warning that the investments underlying this financial product do not take into account or only partially takes into account the EU criteria for environmentally sustainable economic activities.

However, notwithstanding the potentially strong impact performed by the introduction of these measures, the implementation of such rules will undoubtedly encounter many challenges, based on the still uncomplete state of development of the sustainable finance regulatory reform. In particular, the applicability of the abovementioned regulations before final Level 2 measures are even adopted – with particular reference to an official green taxonomy – has already generated confusion and fears among financial institutions.<sup>86</sup> Moreover, the effective disclosure,

---

<sup>85</sup> Article 2 Paragraph 1.f of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.

<sup>86</sup> See AFME, AIMA, AMICE, EACB, EBF, EFAMA, ‘Application date of the Regulation on sustainability disclosures – Letter to the European Commission’, (16 September 2019), <https://insuranceeurope.eu/sites/default/files/attachments/Joint%20letter%20on%20regulation%20on%20sustainability%20disclosures.pdf>; Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG), ‘Advice to ESMA (ESMA

by financial market participants, of information on the integration of ESG factors in their investment processes inevitably depends on the availability of reliable data concerning the ESG performance of companies, data which has been found still lacking by empirical research,<sup>87</sup> even after the introduction of Directive 2014/95/EU on disclosure of non-financial and diversity information ('Non-Financial Reporting Directive').<sup>88</sup> To respond to such need, the Commission is considering reforming the Non-Financial Reporting Directive, and a public consultation was launched on 20 February 2020.<sup>89</sup>

However, the potential timing misalignment among the several regulatory measures still remains a relevant issue in the implementation of both PEPP Regulation and Sustainability Disclosure Regulation.

## **THE INTEGRATION OF ESG FACTORS IN THE PRUDENT PERSON PRINCIPLE**

According to the Prudent Person Principle (PPP), PEPP providers should act prudently and in the best long-term interests of PEPP savers.<sup>90</sup> This means that PEPP providers generally should: (a) invest in the best long-term interests of PEPP savers as a whole, (b) invest in such a manner as to ensure the security, quality, liquidity and profitability of the portfolio as a whole, (c) invest predominantly on regulated markets, (d) make investments in derivative instruments on a prudent basis, (e) properly diversify the assets, (e) not invest in a non-cooperative

---

Consultation Papers on integrating sustainability risks and factors in MIFID, the UCITS Directive and AIFMD', (6 March 2019).

<sup>87</sup> Non-financial statements have been said to be generally affected by lack of quantitative disclosure, lack of clarity concerning the selection and measurability of non-financial targets, but also that they are over-generic, they do not appropriately address climate-related risks nor provide sufficient descriptions of due diligence processes, especially related to human rights and social matters. See ESMA, Report Enforcement and regulatory activities of European enforcers in 2019 (April 2020) and Alliance for Corporate Transparency, 2019 Research Report: An analysis of the sustainability reports of 1000 companies pursuant to the EU Non-Financial Reporting Directive (February 2020).

<sup>88</sup> Such directive requires that certain large companies disclose information about their due diligence processes and policies in relation to environmental, social and employee matters, respect of human rights, anti-corruption and bribery issues, and diversity on company boards (in terms of age, gender, educational and professional background). See Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups. See also European Commission, Guidelines on non-financial reporting 2017/C 215/01, and European Commission, Guidelines on Non-Financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-Related Information, C (2019) 4490 Final (17 June 2019).

<sup>89</sup> See Commission, 'Consultation strategy for the revision of the Non-Financial Reporting Directive – Background document' (20 February 2020), <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation>. See also EU Commission, Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive, Ares(2020)3997889 - 29/07/2020, available at <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation>.

<sup>90</sup> Recital 46 of PEPP Regulation.



jurisdiction for tax purposes, and (f) not expose themselves and the assets corresponding to the PEPP to risks stemming from excessive leverage and excessive maturity transformation (Article 41, 1. a, c, d, e, f, g, h).

In addition to such rules, PEPP Regulation demands the integration of ESG considerations by requiring that PEPP providers should “take into account risks related to and the potential long-term impact of investment decisions on ESG factors” (Art. 41, 1.b).<sup>91</sup>

Such requirement recalls EU Commission proposal to consider sustainability concerns in the prudent person principle for investments under the Solvency II regime.<sup>92</sup> In its Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD issued on 30 April 2019 (‘Technical Advice’), EIOPA recommends that, on the one hand, undertakings should take into account sustainability risks, especially climate-related risks, so to act in the best interest of the policyholders and beneficiaries in line with the PPP, and, on the other, that undertakings should assess the potential long-term impact of their investments on sustainability factors (performing, for instance, active engagement strategies). However EIOPA also specifies that does not means “requiring undertakings to make sustainable investments or to invest with impact, or to accept lower risk-adjusted returns” as they “may decide on their stewardship approach by exercising voting rights for equity holdings, but also by implementing or adapting investment strategies e.g. for best-in-class investments or exclusion”.<sup>93</sup> Such recommendations have been included in the Commission Delegated Regulation (EU) amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 as regards the integration of sustainability risks in the governance of insurance and reinsurance undertakings, which introduced Article 275a on the integration of sustainability risks in the prudent person principle.

While the integration of sustainability considerations in Solvency II represented one of the main issues on which EIOPA focused its attention in its Technical Advice, on the contrary, the integration of ESG risks and factors in the context of PEPP has not still received much attention. As a consequence, financial market participants asked for further clarification by the EU institutions, and future guidance is expected.<sup>94</sup>

## CONCLUSION

---

<sup>91</sup> See also Recital 47 of PEPP Regulation that requires that the PPP “should also take into explicit consideration the role played by ESG factors in the investment process”.

<sup>92</sup> Commission Delegated Regulation (EU) amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 as regards the integration of sustainability risks in the governance of insurance and reinsurance undertakings.

<sup>93</sup> EIOPA’s Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD, EIOPA-BoS-19/172 30 April 2019, §115.

<sup>94</sup> See, for instance, PRI, Policy Briefing: EU Regulation on A Pan-European Personal Pension Product (2019).

The present paper briefly described the recently introduced rules concerning the integration of ESG consideration in the context of PEPP Regulation, highlighting challenges and uncertainties to be faced by PEPP in the implementation.

Notwithstanding such integration coherently aligns with other recent financial regulatory reforms enacted or planned to be enacted by the EU legislator, the still incomplete state of development of the sustainable financial regulatory reform – with particular reference to the finalization of an official green taxonomy -, as well as the lack of reliable ESG data reported by companies, and the need for further clarification in relation to the integration of ESG consideration in the context of the Prudent Person Principle, has already generated perplexity and confusion by financial market participants and further guidance by the EU institutions is expected.

## REFERENCES

AFME, AIMA, AMICE, EACB, EBF, EFAMA, ‘Application date of the Regulation on sustainability disclosures – Letter to the European Commission’, (16 September 2019), available at <https://insuranceturope.eu/sites/default/files/attachments/Joint%20letter%20on%20regulation%20on%20sustainability%20disclosures.pdf>.

Alliance for Corporate Transparency, 2019 Research Report: An analysis of the sustainability reports of 1000 companies pursuant to the EU Non-Financial Reporting Directive (February 2020).

Commission, ‘Consultation strategy for the revision of the Non-Financial Reporting Directive – Background document’ (20 February 2020), <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation>.

D. Busch, ‘Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector’ (July 13, 2020), European Banking Institute Working Paper Series 2020 - n. 70.

Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups.

EIOPA, Technical Advice on delegated acts supplementing Regulation (EU) 2019/1238 (the PEPP Regulation) by specifying additional information regarding supervisory reporting, EIOPA-20-502, 14/08/2020.

EIOPA's Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD, EIOPA-BoS-19/172 30 April 2019.

ESMA, Report Enforcement and regulatory activities of European enforcers in 2019 (April 2020).

EU Commission, 'A new Circular Economy Action Plan For a Cleaner and more competitive Europe', Communication, COM/2020/98 final).

EU Commission, 'Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing the framework for achieving climate neutrality and amending Regulation (EU) 2018/1999' (European Climate Law) COM(2020) 80 final.

EU Commission, 'The European Green Deal', (Communication) COM(2019) 640 final.

EU Commission, Commission Delegated Regulation (EU) amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 as regards the integration of sustainability risks in the governance of insurance and reinsurance undertakings.

EU Commission, Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive, Ares(2020)3997889 - 29/07/2020, available at <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation>.

European Commission, Guidelines on non-financial reporting 2017/C 215/01.

European Commission, Guidelines on Non-Financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-Related Information, C (2019) 4490 Final (17 June 2019).

M. Siri & S. Zhu, 'Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda', 11 (22) Sustainability (2019) 6292.

PRI, Policy Briefing: EU Regulation on A Pan-European Personal Pension Product (2019).

Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product.

Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector.

Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG), 'Advice to ESMA (ESMA Consultation Papers on integrating sustainability risks and factors in MIFID, the UCITS Directive and AIFMD' (6 March 2019).

UN General Assembly. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development, Resolution 70/1 adopted by the General Assembly (21 October 2015).

UN. Paris Agreement on Climate Change. Framework Convention on Climate Change (12 December 2015).

# PROTECTION MECHANISMS FOR CONSUMERS IN THE PEPP.

An Wouters Jorik van Zanden

An Wouters LL.M, Utrecht University [a.k.r.wouters@uu.nl](mailto:a.k.r.wouters@uu.nl)

Jorik van Zanden LL.M, Utrecht University [j.j.vanzanden@uu.nl](mailto:j.j.vanzanden@uu.nl)

The PEPP regulation is the first Regulation aimed directly at consumer protection. This makes one wonder about the relationship with EU consumer law and its main principles. This paper will demonstrate that although legislators did not intentionally include the main principles of EU consumer law, three of them are present in effect.

PEPP Regulation – EU consumer law – consumer protection

JEL Code: K33 ([international law](#))

## Introduction

On the 29<sup>th</sup> of June 2017 the European Commission proposed a Regulation that would soon be known as the flagship of the Capital Markets Union: the PEPP.<sup>95</sup> After a turbulent legislative route through Parliament and Council, it came into force in the summer of 2019.<sup>96</sup>

The PEPP, unique in its kind, delivers an European answer to the changing demographics and economic situation of the European continent, recognizing the enshrined right to a life in dignity after retirement, as stipulated in article 25 of the EU Charter of Fundamental Rights.<sup>97</sup> Within the CMU action plan, it became the first initiative aimed at the consumer instead of financial services providers.<sup>98</sup> Rather, it created an opt-in regime that establishes minimum consumer safeguards to protect consumers against overly pricy retirement products and empower them to make informed choices via information requirements and

---

<sup>95</sup> Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product, OJ L 198, 25.7.2019, p. 1–63.

<sup>96</sup> August 14, 2019 to be precise. See article 74 of the PEPP Regulation.

<sup>97</sup> The charter can be consulted by accessing the following link: [https://www.europarl.europa.eu/charter/pdf/text\\_en.pdf](https://www.europarl.europa.eu/charter/pdf/text_en.pdf).

<sup>98</sup> Although the CMU is an appealing topic to explore, it would take us too far to elaborate on. We therefore gladly redirect the reader to the following article in the Journal of Financial Regulation: Demertzis, M., Merler S. Wolff G.B., Capital Markets Union and the Fintech Opportunity, *Journal of Financial Regulation*, Volume 4, Issue 1, March 2018, Pages 157–165.

mandatory advice. In that sense, the PEPP could be regarded as much of a consumer protection Regulation as part of the Capital Market Union.<sup>99</sup>

Provisions as to how to protect the consumer against providers is the subject of consumer law. Generally put, European consumer law has 2 purposes: First, to protect the weaker position of the consumer against the provider by for instance drawing up requirements of information and means of remedies. The second purpose was added more recently and consists of expanding the internal market by drawing up measures of protection.<sup>100</sup> A similar view can be found in the PEPP: Via requirements to protect the PEPP saver from ill-information it seeks to activate the PEPP saver to both ensure ‘good practices’ and expanding the internal market for pan- European individual personal pension products.

Now the correlation between the field of European consumer law and the PEPPR has been established, the question as to if and, if so how main principles from European consumer law are actually embedded into the PEPPR deserves attention. After all, the PEPPR foresees in consumer protection mechanisms in order to increase the internal market for individual pensions, but how does it relate to the principles of European consumer law?

This paper will examine whether the PEPP Regulation has incorporated main European principles with regard to consumer protection.

It consists of four parts: The first part will elaborate on the main principles of European consumer protection. The second part will present a selected overview of PEPP measures to illustrate how consumer protection is envisaged. In the third part, an analysis between the main principles as listed in part one and the measures as described in part two will be made. The paper will end with a conclusion.

An important note to make at this point is that legislative history reveals no indications as to intending to incorporate the principles of EU consumer law as stipulated in article 169 TFEU as a goal on its own.<sup>101</sup> That does not imply however, that these principles aren’t reflected in the provisions.

---

<sup>99</sup> Recitals 31, 72, 81 and 89.

<sup>100</sup> European consumer law is a broadly covered topic. A reference to its historic purposes and dynamics can be found in the exhaustive works of Prof. mr. E.H. Hondius. For instance: Hondius, E.H., *Consumentenrecht*, Monografieën BW, A8, Kluwer, Deventer, 2013 (p.8-12). Another author worthwhile to mention is, Prof. mr. J.G.J. Rinkes. He has written a chapter on European consumer law in the following book: Hondius, E.H., G.J. Rijken (ed.), *Handboek Consumentenrecht*, uitgeverij Paris, derde druk, Zutphen, 2011, (p. 29-65). For references in English, German and French, we advise the bibliography attached to the following article of E.H. Hondius: Hondius, E.H., *Kroniek van het consumentenrecht*, NJB, March 10 1995, p. 388-395. Although the article stems from 1995, the sources are used and updated in more recent books and articles.

<sup>101</sup> More information about the legislative history of the PEPP regulation can be retrieved on the website of the European Commission: [https://ec.europa.eu/info/law/pan-european-personal-pension-product-pepp-regulation-2019-1238/legislative-history\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/pan-european-personal-pension-product-pepp-regulation-2019-1238/legislative-history_en).

The object of research thus is to determine whether the PEPPR has envisaged the main principles of European consumer law. As a method of research these main principles will be mirrored in the Regulation. By means of comparison a possible link will be sought.

### **Part 1: The main principles of European consumer law**

In 1975 the European Council, inspired by developments that took place in the United States, adopted a Resolution which contained 5 fundamental rights of the consumer.<sup>102</sup> These rights function as main guiding principles in European legislation, and are codified in article 169 TFEU.<sup>103</sup> In order to ensure and promote a high level of consumer protection, protection measures on the following topics are to be held into account:

- Protection of health,
- Protection of safety,
- Economic interest,
- Information and education and
- Organization of means in order to ensure entitlement of consumer interests.

Other legal grounds can be found in the following sources: Article 38 of the Charter of Fundamental rights of the European Union which confirms the importance of consumer protection as well as articles 4(2)(f) and 114(3) TFEU.

Article 114 TFEU indicates that in proposals related to health, safety, environment protection and consumer protection the Commission will take as a point of departure a high level of consumer protection. In view of consumer protection, it complements article 169 TFEU. The latter also allow member states to introduce or maintain more stringent rules provided they are in accordance with the treaties. Article 12 TFEU clarifies that the notion of consumer protection should be taken into account in event of defining and implementing other policies.

This body of law, safeguards the main fundamental rights of consumers in the European Union. In the next part, the measures of consumer protection in the PEPP Regulation will be highlighted.

---

<sup>102</sup> Council Resolution of 14 April 1975 on a preliminary programme of the European Economic Community for a consumer protection and information policy, *OJ C 92*, 25.4.1975, p. 1–1.

<sup>103</sup> Article 169 TFEU (1) reads as follow: “In order to promote the interests of consumers and to ensure a high level of consumer protection, the Union shall contribute to protecting the health, safety and economic interests of consumers, as well as to promoting their right to information, education and to organize themselves in order to safeguard their interests.”.

## **Part 2: PEPP Measures and consumer protection**

As has been established in the previous paragraph, there are five main principles that govern European consumer protection law. This paragraph will examine how these principles are represented in the PEPP Regulation.

Clear and concrete examples are the transparency on costs and fees and a cost-cap for the Basic PEPP, the need to provide advice and information, the portability and the possibility for consumers to lodge complaints against providers at the national supervisory authorities of their Member State of residence.

### **Fee-cap and portability**

The PEPP features a cap on the costs and fees for the Basic, or default option. Set at 1%, this cap protects the PEPP consumer from overpriced products and limits the investment options to simple strategies. The general thought behind this cap is that for average (financial illiterate) consumer<sup>104</sup>, a key focus should be on (i) value for money and (ii) simplicity of the product. Even though objection against these goals itself is hard, stakeholders objected against the stringent level of the fee-cap, allegedly rendering the PEPP commercially unviable.<sup>105</sup> During the initial discussion of the draft PEPP Regulation, some experts warned that there is no clear evidence that the proposed PEPP framework will lead to increase in the retirement savings.<sup>106</sup> However, consumer organizations welcomed the fee-cap as pension products often underperform and suffer from high costs.<sup>107</sup> The Basic PEPP however, features more measures to protect the consumer.

The default option has, besides maximized fees also limited investment choices. As the goal of the Basic PEPP is to provide a form of capital protection<sup>108</sup>, the default option has to make use of either a life-cycle strategy or a be based on a capital guarantee.<sup>109</sup>

---

<sup>104</sup> The PEPP actively promotes financial literacy education in recital 18.

<sup>105</sup> Lannoo, K. 2019. "Ceci n'est pas un PEPP," ECMI Papers 494, Centre for European Policy Studies

<sup>106</sup> Dimitrov St., (2017). "The PEPP Regulation and its influence on the Bulgarian market of insurance", ISBN 978-954-8590-45-7, VUZF Publishing House, Sofia, 2017, pp. 40 - 49

<sup>107</sup> Better Finance, Pension Savings The Real Return, 2019. See also a press release by EFAMA, EFAMA welcomes the European Parliament's approval of the trilogue agreement on the PEPP, 2019.

<sup>108</sup> See also article 37 of the PEPP proposal; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP), 2017/0143(COD).

<sup>109</sup> For an overview, see the Working Document on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) of 29 11 2017, (COM(2017/0343 - C8 4393/2016 - 2017/0143(COD)); in 't Veld S., Het Pan-Europees Persoonlijk Pensioenproduct: een Super Rubik's Kubus, PensioenMagazine 2018/76, J.J. van Zanden 'the PEPP', in: H. van Meerten, *EU pension Law*, Amsterdam University Press: 2019.



Possibilities under the PEPP, at least for the default option seem to be limited to ensure that the PEPP is ‘safe’, in line with the objective to at least recoup the capital invested.<sup>110</sup> In other words, the default option has to be in the ‘economic interest’ of the PEPP saver. However the possibility of choice might also be in the best economic interest of the consumer– taking a more consumer centric point of view.

This split between both limitations on the default and the possibility to take (more risky / complex) alternative investment options within the PEPP seems to try to make a compromise between both allowing providers to innovate and come up with suitable products, as to protect consumers from unsuitable products.

Portability plays an important role in the PEPP Regulation, not only as a manifestation of the free movement of services and the possibility to ‘stay in their product’ when moving to another Member State, but also as the right to switch PEPP providers (articles 52 - 56). This flexibility and individual choice can be considered as a part of the economic interest of the consumer; if a product is underperforming or other providers offer better conditions it is in the consumers interest to not be stuck-in-plan.

To that extent, the portability and flexibility of the PEPP may be seen as a contra weight to the restriction of the Basic PEPP. From a consumer interest perspective, the PEPP clearly chose to prevent providers from offering unsuitable products to a PEPP saver, both through a negative and positive protection.

### **Information requirements**

The right to information and education is an important element of the acquis of consumer protection law and is very clearly reflected in the PEPP Regulation.

Besides the restrictions on the product itself, in particular the Basic PEPP, the PEPP features a heavy informational regime which was inspired by both the PRIIPs<sup>111</sup> and the IORP<sup>112</sup> and sets rules for information pre-contractual, at time of contract, annual, pre-retirement and information after retirement.<sup>113</sup> Besides this informational regime, the provision of the PEPP is also subject to very detailed advice, included a personalized assessment of the demands and needs of an individual PEPP saver.

---

<sup>110</sup> Recital 54.

<sup>111</sup> Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs)

<sup>112</sup> Directive (EU) 2016/2341 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs)

<sup>113</sup> See Chapter VI of the PEPP Regulation.

Combined, the PEPP offers the strictest informational regime out of the European legislation. Especially the mandatory and personalized advice is a one-of-its-kind measure. From a consumer protection point of view, it might be a little too much, considering that the aim of the Regulation was to create a simple, value for money product.<sup>114</sup> It can be argued that once the product is indeed safe and simple, the informational regime should reflect that objective. However, as the PEPP is a retirement product with a very long investment horizon and a consumer might want to be well informed before purchasing a (potentially costly) product that will only pay out after 40 years mandatory advice might add to consumer protection.

One of the main concepts of the PEPP is that it doesn't interfere with national rules governing the decumulation period to safeguard the division of competences. Taxes are, after all a Member State competence. The way outpayments are incentivized differs between Member States as well, however choices made concerning them do affect the PEPP saver greatly. A lump sum or an annuity as a way of outpayment makes a great difference in both spending power as in the existence of a steady income. For this reason, the PEPP introduces the 'wakeup call' in article 60 to help the consumer with planning for retirement. Due to this ongoing obligation to inform the consumer, the PEPP has a heavy emphasis on the right of information as stipulated in article 169 of the TFEU.

### **The complaints procedure**

As the PEPP is a complex and long-term product, an effective conflict resolution is important and considered one of the key elements of consumer protection. The PEPP, as an individual product, opens the possibility for collective complaint procedures before court or via alternative dispute resolution. Aimed at cross-border workers and in light of the internal market, PEPP consumers are allowed to lodge their complaints at the national supervisor of the Member State of residence, regardless of where the infringement occurred.<sup>115</sup> This option solidifies the third principle mentioned under part 1: Organization of means in order to ensure entitlement of consumer interests.

## **Part 3: Consumer protection – how much is too much?**

---

<sup>114</sup> In the original proposal of the Commission, the aim of having a default option was to prevent the need of advice. However, during the political process this changed due to different views on investment options and ways to protect the consumer.

<sup>115</sup> Rightfully considered as consumer protection measures by the Rapporteur Sophie in 't Veld in: S. in 't Veld, Het Pan-Europees Persoonlijk Pensioenproduct: een Super Rubik's Kubus, PensioenMagazine 2018/76 p. 4.

As for the principles of protection of health and safety, the PEPPR does not contain provisions.

This is to be explained by the fact that the PEPPR aims at laying down uniform rules on the registration, manufacturing, distribution and supervision of PEPPS that are distributed in the Union.<sup>116</sup>

As for of the principle of economic interest, information, education and organization of safeguarding entitlement concerning the PEPPR does provide provisions. The economic interest of the consumer plays a major role in the PEPP Regulation. One of the key aspects is the fee-cap for the Basic PEPP – obligating providers to offer a simple and cheap product as a default. Installing a fee-cap can be seen as an effective way to safeguard the consumers economic interest. However, setting the cap too low will discourage providers to offer the PEPP at all, which renders its protection useless and impacts consumers choice. The PEPP Regulation establishes a European label of safety and quality, a first for a financial product. However, that entails that the PEPP needs to live up to expectation and results in a debate on what safety of a financial product is. To that extent, consumer protection is an important element which takes into account the increasing individual responsibility<sup>117</sup> of a saver. The measures of the PEPP mainly focus on preventing losing money for the consumer, which is an understandable point of view from a policy perspective. Faulty PEPPs would not only damage consumers, but the image of Europe as well. In this quest for safety, economic interest of the consumer has acquired a central role. However, by regulating and restricting the product, at least for the Basic PEPP also leads to the question on *why* advice is *mandatory* as well. As a balance, one might argue that since the product is ‘safe’, a consumer looking into purchasing a product isn’t necessarily better protected by adding mandatory, personalized (and expensive) advice. Rather, the rationale behind mandatory advice is to prevent the consumer from buying unsuitable products, even if the consumer opts for the default option which is, according to the wording of the Regulation “safe” (article 45). Furthermore, apart from the fee-cap and advice, the PEPP Regulation has an extensive informational regime which provides the consumer with both pre-contractual and ongoing information during accumulation and decumulation. Economic interest and informational requirements are strongly developed in the PEPP Regulation, but perhaps counteract rather than complement each other.

---

<sup>116</sup> Article 1 of the PEPP Regulation.

<sup>117</sup> Dimitrov, St. (2018). “Adequate and sustainable pensions - where is the balance between pay-as-you-go public pensions and capital pensions”, p.62, VUZF Review, vol. 3, 2018, pp.57-67, ISSN: 2534-9228

In article 50 of the Regulation, a complaints procedure is set into place. Through this procedure it is settled that PEPP savers are able to lodge a complaint to ensure their rights and obligations under the Regulation. The information as where to, and the language of the procedure shall be either in an official language of the European Union or unless agreed otherwise between the PEPP saver and the distributor in another language. The Regulation stipulates that in terms of requirements otherwise than language, should be “clear, comprehensive and easily accessible”.

This also applies to the general terms and conditions of the contract between the PEPP provider and the saver. Furthermore distributors are kept to make every possible effort to reply, either electronically or in another durable medium. Finally, the PEPP provider has to direct the PEPP saver to at least one alternative dispute resolution (ADR) body which is competent to deal with disputes.<sup>118</sup> The exact wording in the article concerning ADR is: “shall inform”.<sup>119</sup> If one interprets this as an obligation, it is a decent step forward for the PEPP saver to ensure consumer protection. An ADR is an autonomous, private body that produces dispute regulation. So when this is a default part of a contract, at least the saver has the presence of an independent body to rule a conflict.<sup>120</sup> The actual impact of this inclusion however does depend on the chosen tool of the provider in the contract. This could be going from simple mediation binding advice.

#### **Part 4: Conclusion**

The PEPP was launched as the flagship of the Capital Markets Union; aiming to provide European citizens with a safe way to invest for retirement as well as opening up the internal market for individual pension products. The PEPP is in essence a consumer protection Regulation; protecting the consumer in its weaker position in comparison to the provider, as well as establishing safeguards to encourage participation in the internal market. EU consumer law is based on 5 principles: Protection of health, Protection of safety, Economic interest, Information and education and Organization of means in order to ensure entitlement of consumer interests.

---

<sup>118</sup> It would bring us too far to discuss the place of an ADR body within the structure of regulation of rights. An example of an ADR body in the Netherlands is the Netherlands Arbitration Institute (NAI). Providers may include a clause in their contract that in case of a dispute, the dispute will be concluded by a decision of the board. For more information, see the NAI (<https://www.nai-nl.org/en/>). See also: Meijer (G.J.) and Snijders (H.J.), *Vademecum Burgerlijk Procesrecht. Arbitrage*, Kluwer, Deventer, 2002.

<sup>119</sup> Article 50 (4) of the Regulation.

The PEPP Regulation contains references to the main principles of European consumer law on 3 points: economic interest, information and education and organization of safeguarding entitlement.

Via the Basic PEPP and its cost cap of 1%, the consumer is protected against overly priced products. Furthermore, by installing mandatory personalized advice the Regulation tries to prevent a mismatch between consumer and product. The PEPP features an extensive regime covering informational requirements – including a wake-up call when the product reaches the decumulation phase.

In its quest to protect the consumer, installing both a fee-cap of 1% and having mandatory advice might be contradictory. After all, if a Basic PEPP is already regulated so strictly, one might assume it's a safe product suitable for most PEPP savers. If advice is mandatory, the Basic version could be regulated less strictly as personalized advice would be provided anyway.

The possibility of lodging complaints at the national supervisor of Member State of residence is a good step towards consumer protection, empowering the consumer to take action against non-performing providers.

Albeit not perfect, the PEPP is a welcome step in the protection of pension consumers and in the establishment of an internal pensions market.

## References

Better Finance, *The Real Return*, 2019.

Council Resolution of 14 April 1975 on a preliminary programme of the European Economic Community for a consumer protection and information policy, *OJ C 92*, 25.4.1975, p. 1–1.

Charter of Fundamental Rights of the European Union.

Demertzis M., Merler S., Wolff G.B., *Capital Markets Union and the Fintech Opportunity*, *Journal of Financial Regulation*, Volume 4, Issue 1, March 2018, Pages 157–165.

Dimitrov, St. (2018). “Adequate and sustainable pensions - where is the balance between pay-as-you-go public pensions and capital pensions”, *VUZF Review*, vol. 3, 2018, pp.57-67, ISSN 2534-9228, <http://papersvuzf.net/index.php/VUZF>

Dimitrov St., (2017). “The PEPP Regulation and its influence on the Bulgarian market of insurance”, ISBN 978-954-8590-45-7, VUZF Publishing House, Sofia, 2017, pp. 40 - 49

Hondius, E.H., *Consumentenrecht*, Monografieën BW, A8, Kluwer, Deventer, 2013 (p.8-12).

Hondius, E.H, G.J. Rijken (ed.), *Handboek Consumentenrecht*, uitgeverij Paris, derde druk, Zutphen, 2011, (p. 29-65).

Hondius, E.H., *Kroniek van het consumentenrecht*, NJB, March 10 1995, p. 388-395

Lannoo, K., 2019. "Ceci n'est pas un PEPP," ECMI Papers 494, Centre for European Policy Studies

Meijer (G.J.) and Sniijders (H.J.), *Vademecum Burgerlijk Procesrecht. Arbitrage*, Kluwer, Deventer, 2002

Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product, OJ L 198, 25.7.2019, p. 1–63.

Treaty on the Functioning of the European Union

Treaty on the European Union

In 't Veld, S. Het Pan-Europees Persoonlijk Pensioenproduct: een Super Rubik's Kubus, *PensioenMagazine* 2018/76.

Working Document on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) of 29 11 2017, (COM(2017/0343 - C8)

Van Zanden, J.J. 'The PEPP', in: Van Meerten, H. *EU pension Law*, Amsterdam University Press: 2019.

# PAN-EUROPEAN PERSONAL PENSION PRODUCT – LEGAL PREREQUISITES AND GUARANTEES

Lubka Tzenova

Lubka Tzenova, Assoc. Prof. PhD, VUZF University

email: [l.tsenova@vuzf.bg](mailto:l.tsenova@vuzf.bg)

**Abstract:** In recent years the need to adopt a pan-European personal pension product (PEPP) as a voluntary personal pension scheme has been attracting more and more attention. This publication considers Regulation (EU) 2019/1238 of the European parliament and of the Council as a good legal possibility for additional incentives for people to save money for their pension, alongside the occupational and state-based pensions. The regulation ensures sufficient consumer protection and allows providers to tailor products to suit their business model.

**Key words:** capital markets union (CMU); Small and medium-sized enterprises (SMEs), pan-European personal pension product (PEPP).

**JEL code(s):** K2, K120

## INTRODUCTION

Personal pensions are defined as "retirement financial products contracted on a voluntary basis with a non-state entity. They have an explicit retirement objective, providing for capital accumulation until retirement and serve as a complementary income on retirement". They are complementary to state-based public pensions and occupational pensions.

In its Action Plan on Building a Capital Markets Union, the European Commission observed that no effective single market for 'third pillar' personal pensions exists. A patchwork of rules at EU and national levels stands in the way of the full development of a large and competitive market for personal pensions, and this is why the regulation was adopted.

Market fragmentation prevents personal pension providers from maximising economies of scale, risk diversification and innovation, thereby reducing choice and increasing cost for pension savers. In addition, existing personal pension products display in some cases insufficient product features. Many respondents in the public consultation view the supply of personal pension products currently available and sold in the EU as inadequate. Personal pension products are among the three products with the lowest satisfaction rating from retail investors. Finally, cross-border selling and portability of existing personal pensions are very limited.

Insufficient replacement incomes in retirement and lack of investment on EU capital markets could both be mitigated by greater development of personal pension products at EU level.

## **RESEARCH METHODOLOGY**

The following research methodologies were applied: comparison, analysis, analogy, induction, and deduction; bibliographic sources of the scientific achievements at world level were also studied in relation to the subject and the object of the present research.

## **WHAT IS THE PURPOSE?**

The general objective is to create a single market for personal pensions and contribute to the completion of the Capital Markets Union. This main objective encompasses three specific objectives:

**Increase investment in the EU and contribute to completing the Capital Markets Union** – over a long term period, the creation of larger pools of pension savings channelling additional financing to productive long-term investments.

**Enhance features of personal pension products** – allowing for the creation of simple, transparent pan-European personal pension products.

**Enhance the cross-border provision and portability of personal pension products** – allowing for providers to increase economies of scale and improve efficiency and innovation, as well as improve opportunities for retail investors to take their personal pension with them when moving to another Member State.



## REGULATORY PREREQUISITES

The first idea was described in the 2012 White Paper on adequate, safe and sustainable pensions<sup>121</sup>. While state-based pensions provide the majority of retirement income in the EU, demographic and fiscal pressures would limit their capacity to sustain adequate retirement incomes in the long run<sup>122</sup>. Accordingly, supplementary retirement sources such as personal pensions are likely to increase and can bring a positive contribution to solving the pension challenge<sup>123</sup>.

The Annual Growth Survey (AGS) 2017<sup>124</sup> noted that "broad coverage of supplementary (occupational and personal) pensions can play a key role in retirement income provision, in particular where the adequacy of public pensions might be a challenge, and should be promoted by appropriate means, depending on the national context".

Another important document was "the Action Plan on Capital Markets Union" in September 2015<sup>125</sup>.

The follow-up document was a Resolution of 19 January 2016. In that document the European Parliament expressed concern about the lack of available and attractive risk-appropriate (long-term) investments and cost-efficient and suitable savings products for consumers<sup>126</sup>.

In June 2016, the European Council adopted an agenda calling for "swift and determined progress to ensure easier access to finance for business and to support investment in the real economy by moving forward with the Capital Markets Union agenda"<sup>127</sup>.

---

<sup>121</sup> COM(2012) 55 final, of 16 February 2012.

<sup>122</sup> Carone, Giuseppe and Costello, Declan and Diez Guardia, Nuria and Eckefeldt, Per and Mourre, Gilles, Economic Growth and Fiscal Sustainability in the EU: The Impact of an Ageing Population (April 3, 2008). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1997174> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1997174>

<sup>123</sup> OECD, Pensions at a Glance 2011, Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries, p. 176-177, available at: [http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2011\\_pension\\_glance-2011-en;jsessionid=5f2dmm3ii527f.x-oecd-live-03ISBN:9789264096288](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2011_pension_glance-2011-en;jsessionid=5f2dmm3ii527f.x-oecd-live-03ISBN:9789264096288) (PDF); 9789264095236 (print)

<sup>124</sup> Annual Growth Survey 2017 (COM(2016)725 final of 16 November 2016), p. 12, available at: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-annual-growth-survey\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-annual-growth-survey_en_0.pdf)

<sup>125</sup> COM(2015) 468 final, of 30 September 2015.

<sup>126</sup> European Parliament, Resolution of 19 January 2016 on stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-2016-0006&language=EN>

<sup>127</sup> European Council Conclusions of 28 June 2016, EUCO 26/16, point 11, <https://www.consilium.europa.eu/media/21645/28-euco-conclusions.pdf>

In September 2016, in its Communication on Capital Markets Union – Accelerating Reform<sup>128</sup>, in light of the strong support expressed by the European Parliament, Council and stakeholders to the CMU Action Plan, the Commission announced as a next step developing further priorities, that it will "consider proposals for a simple, efficient and competitive EU personal pension product";

Communication on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan<sup>129</sup> and a 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<sup>130</sup>.

Another document was a study commissioned by the EC about a European Personal Pension Framework (the "EPPF Study") in order to map the national tax and other legal requirements applicable to personal pensions on the basis of a set of personal pension products<sup>131</sup>.

The important act is Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP)

In the process of drafting the Regulation (EU) 2019/1238 the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) delivered to the European Commission a set of draft Regulatory and Implementing Technical Standards and its advice on Delegated Acts to implement the framework for the design and delivery of the Pan-European Personal Pension Product (PEPP). EIOPA's proposed legal instruments followed the objective to unlock the potential of the European personal pension market by setting the right incentives for the creation of future PEPPs, as portable, simple and cost-efficient products. The regulatory provisions include clear and enforceable quality criteria for PEPP to be followed by providers and so to ensure that European consumers will be offered high-quality, safe, transparent and simple PEPPs. At the same time, EIOPA has left sufficient room for innovation and competition to reach good pension outcomes. Clear criteria for sound and robust investment strategies and risk

---

<sup>128</sup> COM (2016) 601 final, p. 4.

<sup>129</sup> COM(2017) 292 final, p. 6.

<sup>130</sup> Brussels, 29.6.2017, COM(2017) 343 final, SWD(2017) 243 final

<sup>131</sup> FISMA/2015/146(2)/D4/ST/OP - Study on European Personal Pension Framework, by Ernst and Young – 1 - <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52017SC0243&from=BG>

mitigation techniques help in delivering better long-term returns to savers and in managing investment risks to match the European citizen's risk appetite<sup>132</sup>.

## **TAX INCENTIVES**

Tax incentives play an important role in encouraging the take-up of personal pension products (PPPs) in a number of Member States. Tax incentives for PPPs can take different forms. In many Member States the contributions paid for PPPs qualify for some form of tax relief. Similarly, in many Member States the investment results of the PPPs are not subject to tax, either on the basis of an explicit exemption or de facto exemption, if the provider is subject to tax but can deduct from the tax base the dotations to the pension reserve. Tax incentives may also be granted in the decumulation phase, by applying a favourable tax rate to the out-payment of the personal pension. It is logical<sup>133</sup> national regulators to grant PEPP the tax incentives for the existing retirement products.

For example: The Better Finance Study on Pensions Savings – The Real Return shows very diverse levels of net performance after costs and charges for PPPs in a series of Member States. The low returns of PPPs in some Member States undermine attractiveness of saving for retirement through PPPs. In Spain, France, Italia and Bulgaria PPPs provided on average negative real returns in the period 2000-2015. As Dimitrov St. (2015)<sup>134</sup> pointed some guarantee mechanisms, including the one for pension funds in Bulgaria, are not protecting the insured against low return furthermore negative return. In most Member States, the average net return of some PPPs is just above the inflation rate. The study identified net returns clearly above inflation only in some Member States (Poland and Denmark the pension products provided yearly net real returns above 4%)<sup>135</sup>.

## **COMPLIANCE WITH NATIONAL RULES**

The national treatment principles, stemming from Articles 21, 45, 49, 56 and 63 of the Treaty on the Functioning of the European Union<sup>136</sup> and interpreted by the Court of Justice of the

---

132 [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product_en)

133 Dimitrov St., The PEPP Regulation and its influence on the Bulgarian market of insurance, VUZF Publishing House, Sofia, 2017, ISBN: 978-954-8590-45-7, p.3

134 Dimitrov, St. Minimum investment return guarantee mechanisms for capital pension funds – the case in Bulgaria, UNSS Publishing House, Sofia, 2015, pp. 80-88, ISBN 978-954-644-759-3

135 See in more detail: Commission staff working document impact assessment, Brussels, 29.6.2017 COM(2017) 343 final, SWD(2017) 243 final.

<sup>136</sup> See, for example, paragraph 94 of case C-385/00 *De Groot* ECLI:EU:C-2002:750, paragraph 20 of Case C-520/04 *Turpeinen* ECLI:EU:C:2006:703, and paragraph 51 of case C-527/06 *Renneberg* ECLI:EU:C:2008:566.

European Union, applies to PEPP savers. That is mean it should be possible for a PEPP that is objectively comparable to a PPP marketed in a given Member State to benefit from the same tax relief granted to the PPP in that Member State. This also applies if the PEPP is provided by a provider from another Member State <sup>137</sup>.

## **WHAT IS THE REAL BENEFIT?**

It's proved that the uncoordinated efforts of Member States cannot remedy the current patchwork of national regulations of personal pension products. The new Regulation improves substantially add value and address market fragmentation and has help providers operate cross-border which allow them to centralize certain functions at an EU-level. For individuals, minimum product requirements laid down in the new Regulation create transparency and simplicity as well as safety for retail investors from which could benefiting employed and self-employed workers, mobile or not. The Member States understood that common in a EU level EU action can enhance portability and address the needs of the increasing number of mobile workers<sup>138</sup>.

## **ADVANTAGES**

- Personal pensions have an important role to play in linking long-term savers with long-term investment opportunities.
- With the purpose of providing savers with an income in retirement, products which are considered under national law as personal pension products can help address the demographic challenges of aging populations, evolving working patterns among the workforce, but also secure adequate replacement rates in the future as a complement to state-based or occupational pensions. A better offer of personal pension products will help households to meet their retirement goals.
- The pan-European Personal Pension Product (PEPP) initiative is part of the Capital Markets Union, aiming to mobilise capital in the Union and channel it to all companies,

---

<sup>137</sup> CJEU, Case C-422/01, Skandia Ramstedt ECLI:EU:C:2003:380, where the CJEU ruled in paragraph 62 that: "Article 49 EC precludes an insurance policy issued by an insurance company established in another Member State which meets the conditions laid down in national law for occupational pension insurance, apart from the condition that the policy must be issued by an insurance company operating in the national territory, from being treated differently in terms of taxation, with income tax effects which, depending on the circumstances in the individual case, may be less favourable."

<sup>138</sup> See Commission recommendation of 29.6.2017 on the tax treatment of personal pension products, including the pan-European Personal Pension Product, Brussels, 29.6.2017 C(2017) 4393 final.

including SMEs, infrastructure and long term sustainable projects that need this capital to expand and create jobs.

- The development of a PEPP contributes to increased choices for retirement saving and to building a Union market for personal private pensions.
- Application of tax incentives could play an important role in encouraging the take-up of personal pension products (PPPs) in a number of Member States
- Following the launch of the PEPP, Member States are encouraged to extend the benefits of the tax advantages they grant to national PPPs also to the PEPP, so that a PEPP can fall within the scope of existing national tax incentives for PPPs even when it does not fulfil all the national criteria for tax relief <sup>139</sup>.
- PEPP providers can offer PEPP savers one or several type of out-payments (annuities, lump sum, regular drawdown payments or a combination of these).
- PEPP savers are able to choose the form of out-payments for the decumulation phase when at the conclusion of a contract and when opening a new sub-account. The decumulation phase corresponds to the period of time when the saver starts receiving the savings accumulated under one of the forms indicated above.
- PEPP savers with benefit of advice on the form of out-payments before the purchase of the product, as well as before the start of the decumulation phase: for instance, savers are able to tailor the type of out-payment to match their personal needs, e.g. to protect against longevity risk. This means that:

Before the purchase of the product, PEPP providers and distributors have the obligation to check PEPP savers' retirement needs and in particular the choice of annuities.

At the time of decumulation, PEPP providers and distributors have to offer the PEPP saver personal retirement planning advice, including a personal recommendation to the PEPP saver on his or her optimal form of out-payments. If a lump-sum payment is not in line

---

<sup>139</sup> See 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, Brussels, 29.6.2017 SWD(2017) 243 final.

with the retirement-related needs of the PEPP saver, the advice is accompanied by a warning to that end.

- Member States may incentivise different form of out-payments. This flexibility allows PEPP providers to adapt their product to national requirements for tax relief, so that PEPP savers are eligible for tax incentives, where such incentives exist.
- If PEPP providers provide different forms of out-payments, savers are allowed to modify the form of out-payments of each sub-account one year before the start of the decumulation phase, at the start of the decumulation phase and at the moment of switching.

## **CONCLUSION**

A stronger capital market as a result of the CMU will provide and is providing individuals with better options to meet their retirement goals, delivering better outcomes for savers and providers alike.

It is advisable to review the Bulgarian Insurance Code in order to remove texts that would create difficulties in the direct application of the Regulation (EU) 2019/1238 of the European parliament and of the Council.

## **REFERENCES IN ALPHABETICAL ORDER**

1. Annual Growth Survey 2017 (COM(2016)725 final of 16 November 2016), p. 12, available at: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-annual-growth-survey\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-annual-growth-survey_en_0.pdf).
2. Carone, Giuseppe and Costello, Declan and Diez Guardia, Nuria and Eckefeldt, Per and Moure, Gilles, Economic Growth and Fiscal Sustainability in the EU: The Impact of an Ageing Population (April 3, 2008). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1997174> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1997174>
3. COM (2012) 55 final, of 16 February 2012.
4. COM (2015) 468 final, of 30 September 2015.
5. COM (2016) 601 final.
6. COM (2017) 292 final.

7. Commission staff working document impact assessment, Brussels, 29.6.2017, COM(2017) 343 final; SWD(2017) 243 final.
8. Commission recommendation of 29.6.2017 on the tax treatment of personal pension products, including the pan-European Personal Pension Product, Brussels, 29.6.2017 C(2017) 4393 final.
9. ECJ, case C-422/01, Skandia Ramstedt ECLI:EU:C:2003:380.
10. ECJ, case C-385/00 *De Groot* ECLI:EU:C-2002:750, paragraph 20 of Case C-520/04 *Turpeinen* ECLI:EU:C:2006:703, and paragraph 51 of case C-527/06 *Renneberg* ECLI:EU:C:2008:566.
11. Eiopa, proposals: [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product_en)
12. European Parliament, Resolution of 19 January 2016 on stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-2016-0006&language=EN>
13. European Council Conclusions of 28 June 2016, EUCO 26/16, <https://www.consilium.europa.eu/media/21645/28-euco-conclusions.pdf>
14. Dimitrov St., *The PEPP Regulation and its influence on the Bulgarian market of insurance*, VUZF Publishing House, Sofia, 2017, ISBN: 978-954-8590-45-7
15. Dimitrov, St. *Minimum investment return guarantee mechanisms for capital pension funds – the case in Bulgaria*, UNSS Publishing House, Sofia, 2015, pp. 80-88, ISBN 978-954-644-759-3
16. See:Fisma/2015/146(2)/D4/ST/OP - Study on European Personal Pension Framework, by Ernst and Young.
17. OECD, *Pensions at a Glance 2011, Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries*, p. 176-177, available at: [http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2011\\_pension\\_glance-2011-en;jsessionid=5f2dmm3ii527f.x-oecd-live-03ISBN:9789264096288](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2011_pension_glance-2011-en;jsessionid=5f2dmm3ii527f.x-oecd-live-03ISBN:9789264096288) (PDF);9789264095236 (print)

# THE AVERAGE VALUES OF PENSION SYSTEM PARAMETERS IN BULGARIA

Stanislav Dimitrov

Assoc. Professor Ph.D., Head of Finance Council, VUZF University, Sofia,

Head of Insurance and Pensions Research Unit, VUZF Lab

CEO Life insurance company Saglasie AD

[sdimitrov@vuzf.bg](mailto:sdimitrov@vuzf.bg); [dim\\_stanislav@yahoo.com](mailto:dim_stanislav@yahoo.com)

## ABSTRACT

The average values of parameters in pension systems can have misleading information. There is a real risk from wrong decisions based on this information. Some of the actuarial analyses of the pension systems do not encompass all the factors and do not cover the whole picture. The data collected and published from supervisory authorities lacks valuable information. The current paper is analyzing how to “read” the average values and what additional information is needed in order to have the whole picture of the pension systems. The research is focused on three main areas – the average values of particular pension parameters, the informational problem from these values and the needed basis for decisions about pensions.

**Key words:** pension parameters, average values, actuarial pension analysis, discretionary in pension design.

**JEL Codes:** G22, G28, G52

## INTRODUCTION

The research is focused on the analysis of the average values of some parameters in the pension system. The aim is to see what information gives us these values, what can be learnt from them and what decisions are made based on that information.

A large amount of the statistics for the pension system consists of average values - the average pension from PAYG system, the average contribution to PAYG system, the average



income replacement ratio, the average contribution in Voluntary pension funds, the average accumulated assets in Universal, Professional and Voluntary funds and etc. Regularly, the policy makers are making decisions based on average values. The information from the average values can be misleading. This could lead to wrong decisions. The research explores these risks and searches best practices to be followed.

## METHODOLOGY

The aims of the research are reached through the following methodology: analysis of the statistics for long period of time about the predominant part of the parameters of the pension system in Bulgaria; focus on average values of these parameters; bringing out tendencies based on the derived information; comparing with values and tendencies in European Union; evaluation of reports from official authorities in Bulgaria and within European Union; analysis of the impact of past decisions based on average values; examining research literature on the topic; raising some problems, discussing solutions and drawing conclusions.

## RESEARCH FINDINGS

Based on the analysis in the paper it is reached the conclusion that **the average values of some parameters from the pension system in Bulgaria are misleading and making decisions based on them could be wrong and decrease the efficiency in the system.**

## THE AVERAGE PENSIONS' VALUES

One of the most cited parameters is the **average monthly pension** from the PAYG system. The amount of the average pension in Bulgaria is EUR 196 as of the end of 2019<sup>140</sup>. It is 38.8% from the average insurance income for the year. The amount of the PAYG pension varies from EUR 112 to EUR 614 for the country. The last two figures represent the minimum and the maximum old age pension. The ratio of 38.8% is very low taking into account the average in the EU. For analytical purposes, it is necessary the average pension to be compared to average income. Also, it is good to analyze the structure of pensioners by pension amount - how many are receiving the minimum pension, the average pension and the highest pension. It is good to present the data in income groups, divided by sex and age. Below in the paper it is analyzed this data. The following table presents the dynamics of the average pension and average insurance income for 10 years, for the period 2010 – 2019.

---

<sup>140</sup> The applied exchange rate is the official one BGN 1.95583 to 1 EUR

Table 1: Average pension and average insurance income in Bulgaria for 2010 – 2019 in BGN

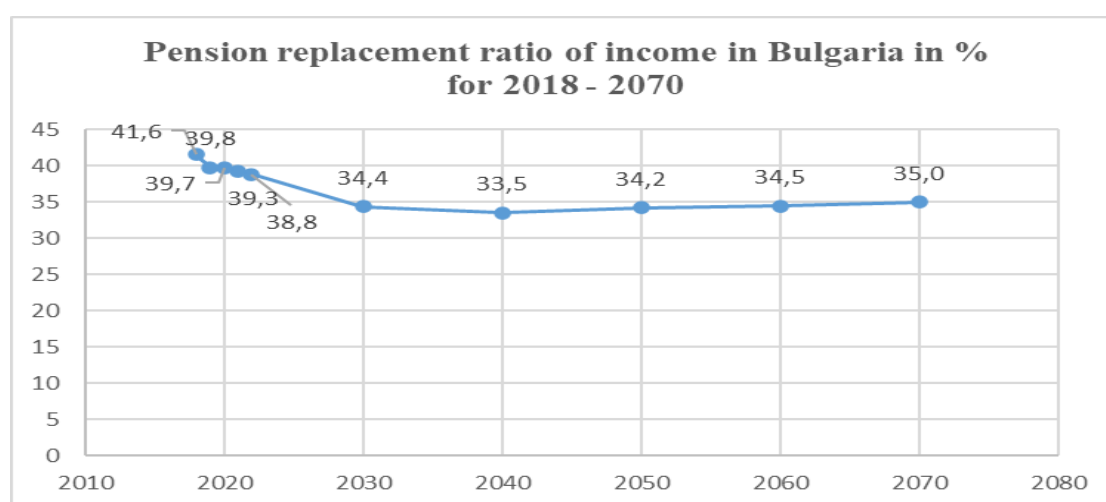
parameter / year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	change 2019 / 2010
average insurance income	570,33	594,15	618,06	648,73	683,34	726,4	770,07	821,51	889,9	986,52	73%
maximum insurance income	2000	2000	2000	2200	2400	2600	2600	2600	2600	3000	50%
average pension	263,44	266,63	271,21	293,96	310	321,78	332,68	345,46	364,32	383,03	45%
ratio average pension to average insurance income	46,19%	44,88%	43,88%	45,31%	45,37%	44,30%	43,20%	42,05%	40,94%	38,83%	
social pension	100,86	100,86	100,86	107,72	111,5	114,08	116,65	119,56	123,28	132,74	32%
minimum old age pension	136,08	136,08	141,28	148,75	152,25	155,97	159,41	175,69	203,8	219,43	61%
maximum pension	700	700	700	752,5	805	875	910	910	910	1200	71%

Source: www.nssi.bg

The information from the table shows that the increase of the average insurance income is bigger than that of the average pension – 73% compared to 43%. The proportion between the minimum and maximum pension is relatively unchanged for the 10 years period – from 5.14 to 5.46 times. The higher pace of increase of the average insurance income compared to average pension means that *the income replacement ratio will further decrease*, in other equal terms.

With the average pension is related the **average income replacement ratio by pensions**. The following figure<sup>141</sup> displays income replacement ratio for Bulgaria in % for the period 2018 – 2070 (2018 and 2019 are real figures and forecast for the rest of the period).

Figure 1:



Source: Actuarial report 2019, www.nssi.bg

<sup>141</sup> National Social Security Institute, 2019, Actuarial report 2019, [www.nssi.bg](http://www.nssi.bg), p.39

The average income replacement ratio<sup>142</sup> is 39.8% for 2019. The projection of the National Social Security Institute (NSSI) is that the ratio in Bulgaria will further decrease to 35% as of 2070. Various factors influence the ratio but the main one is the outpacing growth of average insurance income to average growth of pensions. For detailed analysis of the income replacement ratio the data has to be presented by income groups, divided by sex and age. The value of the coefficient varies between 86% and 33% (Eurostat) for the member states in the EU. The average value for the EU is 58%. *It shows that Bulgaria is at the very bottom of countries in the EU with the lowest income replacement ratio by PAYG pension.*

**Average expenditure per pensioner** is another parameter of the pension system. It is EUR 2 000 for Bulgaria which is the lowest for the EU<sup>143</sup>. The highest amount is in Denmark and Luxemburg – EUR 30 000 and EUR 28 000 annually. Lithuania and Romania are the second lowest with EUR 3 000 annual expenditure per pensioner. The average for the EU is EUR 16 000. *Again, Bulgaria is at the bottom of pension income not only in absolute terms, but also in relative values.*

The pension expenditure often is calculated as a **percentage from the GDP**. In Bulgaria it is 8.7%<sup>144</sup> from the GDP. There are big differences in the pension expenditure by member states in the EU. In Lithuania, Latvia and Estonia the ratio is below 8%. The value is above 14% in countries like Italy, France, Greece and Austria. The average is 11.2% for the EU. So, when analyzing the average pension, we have to take in mind the share of GDP that is paid for pensions.

Concerning private pensions, the analysis of the average values can include parameters as follows: the average accumulated sum; the average contribution; the average investment yield; the average fees; the average age; the sex distribution; the average portfolio distribution. These values are not presented in details in the current paper because of the constraints from the volume.

---

<sup>142</sup> The average income replacement ratio by pensions is a proportion of the average pension for employment to the average insurance income of the insured persons for the respective calendar year. The cited figures refer only to the income replacement ratio of the first pillar of the pension system.

<sup>143</sup> Source is Eurostat, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Average\\_pension\\_expenditure\\_per\\_beneficiary\\_for\\_old-age\\_pensions,\\_2015\\_SP18.png#file](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Average_pension_expenditure_per_beneficiary_for_old-age_pensions,_2015_SP18.png#file)

<sup>144</sup> Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00153>

## THE INFORMATIONAL PROBLEM

When analyzing the average values, we have to take into consideration what information give us those values. Behind the average values we are searching the factors, reasons, processes, tendencies, how those parameters relate with other ones. For example, the average pension is related with minimum and maximum pension. When you increase the last two parameters, it increases also the average pension. We can ask ourselves why the maximum amount of PAYG pension is 40% from the maximum insured income (for 2020 it is 40% \* 3000 BGN = 1200 BGN)? Why not 50%, or more? Also, when analyzing the average values, it is good to have into consideration the bigger picture – macroeconomic, demographic, health and social processes and tendencies.

The table below presents information about the number of pensioners and insured persons in Bulgaria for a period of 10 years.

Table 2: Number of pensioners and insured in Bulgaria for 2010 – 2019

parameter / year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	change 2019 / 2010
number of insured	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	-37 479
- incl. insured by employers	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	-238 869
- incl. self insured	221 965	183 109	206 264	198 656	200 276	207 464	212 233	204 987	207 874	246 400	24 435
number of pensioners	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	-46 646
number of pensions	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	-504 614
share of pensioners to population in %	29,7	30,4	30,2	30,2	30,3	30,3	30,6	30,7	30,8	30,8	1,1
share of pensioners to insured persons	79,5	80,1	80,4	79,8	79,0	79,0	78,9	78,2	77,5	76,8	-2,7

*Source:* [www.nssi.bg](http://www.nssi.bg)

The information in the table shows that the number of insured decreases with 37 479 people which is 1.32% for the analyzed period. At the same time the number of pensioners is decreasing with 46 646 people which is 2.13%. The more intense decrease in pensioners compared to insured persons for the analyzed period is due to mainly to the measures for increase in the requirements for receiving old age pension – increase of minimum age and minimum insurance period. Nevertheless, negative tendency for the pension system is revealing the Actuarial report of NSSI from 2019. The forecast is that as of 2070 the number of insured is decreasing with 870 thousand people which is more than two times that the decrease in

number of pensioners - with 400 thousand people. As a consequence, the system dependency coefficient (insured to pensioners) will worsen from 100 to 74 as of 2018 to 100 to 87 as of 2070. The report concludes<sup>145</sup> that there is “*serious demographic challenges*” before the pension system in Bulgaria. Rightly, some research papers<sup>146</sup> concludes there is need to further develop the pension system through “*...pension reform in line with the demographic structure, with a view to strengthening the role of the second and third pillars and reducing transfers from the state budget*”.

Other problems that the pension systems are facing are ageing populations, low growth, low returns, low interest rates<sup>147</sup>, lack of coverage, not enough saving, relatively low level of financial literacy and gender inequality.

These challenges are confirmed from the information in the following table. The table shows the dynamics of the population in Bulgaria and different age groups for the period of 2017 – 2070.

Table 3: Population dynamics and age groups in Bulgaria - forecast

year	population in thous.	share of the people between 0 - 14 y.	share of the people between 15 - 64 y.	share of the people 65+ y.	share of people 65+ y. to people 15 - 64 y.
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

Source: [www.nssi.bg](http://www.nssi.bg)

**The population of Bulgaria is expected to decrease with more than 31%** for 50 years – from 7.050 mln. to 4.855 mln. people. There will be sharp increase of the share of people 65

<sup>145</sup> National Social Security Institute, 2019, Actuarial report 2019, [www.nssi.bg](http://www.nssi.bg), p.57

<sup>146</sup> Institute for Economic Research Bulgarian Academy of Science team, (2017) Economic development and policies in Bulgaria: assessments and expectations, (in Bulgarian), p.197-198

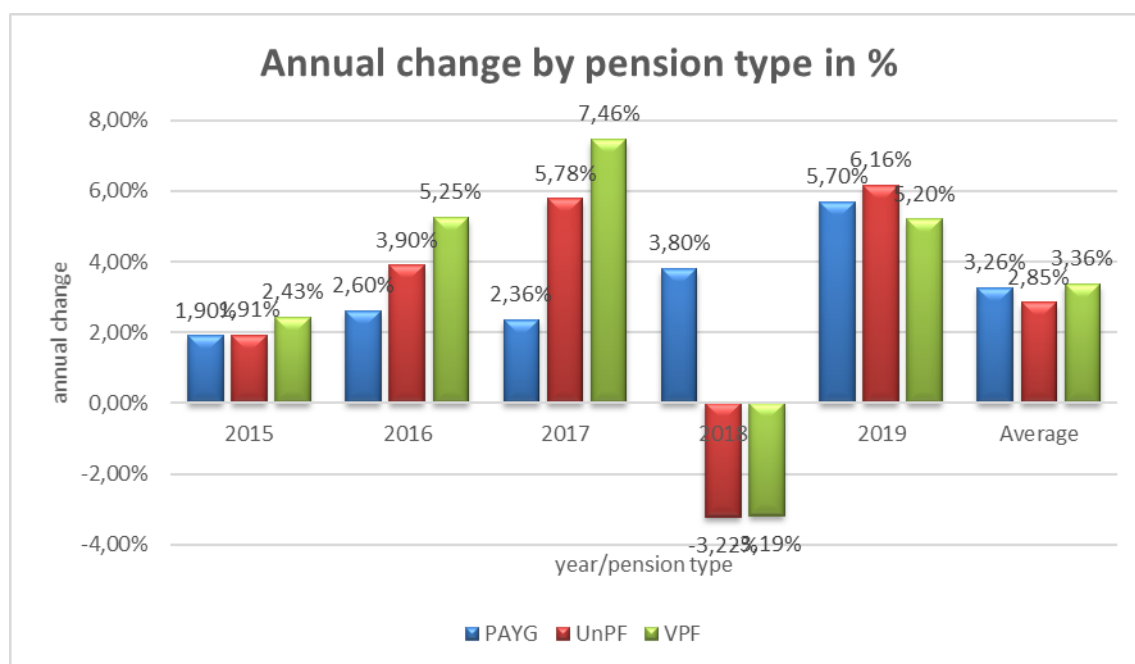
<sup>147</sup> OECD (2020). Pensions Outlook, [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-outlook\\_23137649](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-outlook_23137649)

and more from the total population – an increase from 32.5% to 56.2%. At the same time the share of the economically active people will decrease from 64.7% to 55.1%.

Another example of the informational problem in the average values is the **comparison between the average annual increase (change) in the size of PAYG pension and private pensions**. The increase of the PAYG pensions is through the actualization of the pension. For Bulgarian public pension system, it is the sum between 50% from the inflation and 50% of the increase of the insured income for the past year. The actualization is executed as of 1<sup>st</sup> of July every year. The annual increase of the private pensions is related with the annual investment yield.

A comparison between the increase of the PAYG pensions and the investment yield in private pensions is presented in the following figure.

Figure 2:



Source: [www.nssi.bg](http://www.nssi.bg), [www.fsc.bg](http://www.fsc.bg)

The information from the figure shows that in average the increase of various types of pensions is very close. For the 5 years period it is 3.26% for PAYG pension, 2.85% in Universal pension funds (UnPF) and 3.36% in Voluntary pension funds (VPF). The analyzed period contains a year with negative investment yield for private (capital) pension funds – minus 3.22% and minus 3.19% respectively for UnPF and VPF. It has to be noted that for PAYG

pension the particular size of the increase was political decision<sup>148</sup> for the years 2017 – 2019 and for the period of 2015 – 2016 it is based on the so-called Swiss rule<sup>149</sup>. *The envisaged comparison is not appropriate because of the different factors that influence the actualization percent for PAYG pensions and the investment yield in private pensions.*

### **THE BASIS FOR DECISIONS**

Following the questioning of the values and the information behind the figures stands the problem on what basis to be taken decisions. Those decisions relate to the design of the overall pension system, the targeted income replacement ratio, the source and level of financing the insurance for private pensions, the requirements for PAYG pension, the tax advantages for the pension insurance, the minimum and maximum PAYG pension and others.

There is a need for balance between solidarity and personal responsibility. Another important element is the historical development of the labour, social and industrial relations in the country. Trust and fair information are part of the basis for taking decisions. The trust in the pension system is very important not only because it corresponds to long periods but also for the active participation of the people in the system. Fair information to the customers has to be priority. For example, connected with the Bulgarian pension system, when you decrease the PAYG pension because of the insurance in UnPF (the second quasi mandatory pillar) it has to be taken into account the real size of pension contribution, not the nominal one. The real size is 30.8%<sup>150</sup> compared to the nominal one of 19.8% for 2018. In addition, it could be expected that the increase of the maximum limit of PAYG pension will lead to increase in the switch from UnPF to PAYG. Another example is when official bodies communicate that there will be reduction in the income replacement ratio because of insurance in UnPF they have to tell to whole truth. It is that the overall effect is strictly individual. Furthermore, there has to be equal playing field. The comparison between two pensions is not relevant. One reason is that the PAYG pension includes rights on non-contributive periods or periods with not paid (but due) contributions. At the same time, the pension from the UnPF depends on paid and registered contributions.

---

<sup>148</sup> The increase comes as a result from the increase of the input of every insured year of a person in the PAYG pension formula

<sup>149</sup> The increase is a result from the following formula: the sum between 50% from the inflation and 50% of the increase of the insured income for the past year

<sup>150</sup> National Social Security Institute, 2019, Actuarial report 2019, [www.nssi.bg](http://www.nssi.bg), p.48

Another principle for taking decisions is to encourage the motivation for participation in the insurance. Motivation stems from the feeling of justice and fairness. Important element for the motivation is the direct link between the amount of the pension and the paid contributions from the insured person. Pension entitlements calculation will help in this direction. Pension tracking service will add trust in the system.

From the point of view of the improving the work of pension institutions it has to achieve better investment results and reduction in fees. In this context stewardship, pension governance, asset management benchmark, holistic approach and best practices in the EU will help. When developing PEPP framework EIOPA takes into account the characteristics of the best personal pension products in EU member states as Riester in Germany, IPP in Spain, PP in Belgium, RP in Denmark and PZV in Austria.

All these principles have to be part of a long-term policy in pensions. This policy consists of set of short term, medium and long-term targets. Following the policy there is need to execute periodic analysis.

## **CONCLUSION**

Serious demographic trends are posing risks for the pension system in Bulgaria. The adequacy of pensions is of big concern. It is crucial to develop long term policy for the pension system. The policy has to contain short term, medium and long-term targets and measures. The carried-out analysis shows that the average values could be misleading if taken as a basis for policy development and decision making. That is why decision makers have to adopt holistic approach, to integrate best practices in EU, to execute combined analysis of three pillars of the pension system and to develop set of parameters which to monitor and periodically evaluate. Those indicators have to be not only quantitative, but also quality ones.

## **Bibliography:**

15. Actuarial report 2019 (in Bulgarian), National Social Security Institute, 2019, [www.nssi.bg](http://www.nssi.bg)
16. Association of Bulgarian Insurers, <http://www.abz.bg/en/>
17. Aviva, (2016), Mind the gap, <https://www.aviva.com/social-purpose/thought-leadership/europe-pensions-gap/>
18. Bulgarian Association of Supplementary Pension Security Companies, <http://assoc.pension.bg/en/>



19. Dimitrov, St. (2020). "Integration of Environmental, Social and Governance Principles in Pension Funds and Insurance Companies Activities", Money and Culture, vol. 1, 2020, ISSN 2683-0965, pp. 13-25, <https://sites.google.com/vuzf.bg/money-and-culture/2020>
20. Dimitrov, St. (2019). „Pension Wealth in the European Union – tendencies, problems and solutions“, Economy & Business vol. 13, 2019, International Scientific Publications
21. 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>
22. European Commission (2019). High-level group of experts on pensions, Final report, <https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/>
23. 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](https://ec.europa.eu/info/publications/cmu-high-level-forum_en)
24. European Commission, (2020) Report on the Impact of Demographic Change [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/demography\\_report\\_2020\\_n.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/demography_report_2020_n.pdf)
25. Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00153>
26. Financial Supervision Commission, [www.fsc.bg](http://www.fsc.bg)
27. Institute for Economic Research, Bulgarian Academy of Science, team, (2017) Economic development and policies in Bulgaria: assessments and expectations, (in Bulgarian) <https://www.iki.bas.bg/godishen-doklad-2017>
28. OECD (2020). Pensions Outlook, [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-outlook\\_23137649](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-outlook_23137649)

## PSYCHOLOGICAL PERSPECTIVE TOWARDS LONG-TERM SAVINGS

Teodora Lazarova, Associate Professor VUZF

**e-mail:** t.lazarova@vuzf.bg

**Abstract:** This paper aims to define the consumer's attitudes towards long-term savings through the prism of the psychological perspective. The author examines the consumer through the values and needs of different human life cycles. The article focuses on going through different life crises and the attitude to take risks and the attitude towards long-term savings. The paper defines the differences between customer needs and expectations based on their life cycles. The article reviews the implication of psychological concepts in the study of saving and suggests that psychology can now study thrift from new angles and contribute to define the problems of personal savings.

**Key words:** long-term savings, psychological lifecycle, attitudes, consumer behavior

The study of savings is investigated in many economic theories, but doubtless during the last years some authors highlighted the importance of the psychological factors that influencing the saving attitude and behavior. Usually the main importance in the economics studies is given to the influence of employment, inflation or economic growth. In the same time, some studies show the high correlation between the long-term saving behavior and the influence of personal motivation and individual differences in decision-making process<sup>151</sup>.

The economic theories believe that the decision of the consumer to buy or use a product is based on his interest to assess of interest and of a cost for future consumption. Keynes defines his theory related to the concept of saving<sup>152</sup>. One of his main contribution to the classical economic approach is the finding that the behavior of the customer is not influenced by changes in interest rate within an economically plausible field of variation. The idea of saving is based on planning

---

<sup>151</sup> Olander, F, Carl-Magnus Seipel (1970). Psychological approach to the study of savings, Study in Consumer Saving № 7, p.5

<sup>152</sup> Fletcher G.A. (1989) Keynes's Theory of Investment and Saving. In: The Keynesian Revolution and its Critics. Keynesian Studies. Palgrave Macmillan, London. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-20108-2\\_7](https://doi.org/10.1007/978-1-349-20108-2_7)

of the future consumption and associated with the whole series of possible planning. One of the biggest features in the Keynes theory is the belief that in the short run saving is determined by the size of real income. His belief about the nature of saving is reflected in the “fundamental psychological law “which states that the marginal propensity to consume is when income increases is positive.

Katona defines consumer behavior as a function of economic stimuli of different types and different variables within the individuals such as attitudes, personality, motives and expectations<sup>153</sup>. He mentioned that habits could be classified as intervening variables which can be divided into enduring and variable traits. According to Katona stimuli could be into two classes – economic stimuli which include level of income and wealth and other precipitating circumstances. These circumstances are associated with the information via mass media about different national events, wage changes and different economic occurrences based on a personal reason. On the other hand, the intervening variables act as a filter affecting perception in a way that the subjective impression of stimuli does not always correspondent to objective reality. Katona claims that changes in intervening variables should be used to predict different changes in consumer behavior. The consumers should be evaluated by their actions or behavior in previous time periods and actions affected by their choices. The biggest focus of all Katona’s studies are associated with the changes in consumer behavior over time<sup>154</sup>.

Consumption and saving are regarded as a decision-making process<sup>155</sup>. The decision-making process consist of the following steps:

1. Perception and plan of courses of future actions;

---

<sup>153</sup> Katona, G. (1968). Consumer Behavior: Theory and Findings on Expectations and Aspirations. The American Economic Review, 58(2), 19-30. Retrieved October 6, 2020, from <http://www.jstor.org/stable/1831793>

<sup>154</sup> Katona, G (1960). The powerful consumer, New York: McGraw-Hill, p. 271

<sup>155</sup> Baker M.J. et al. (1983) Consumer behavior. In: Marketing. Macmillan Studies in Marketing Management. Palgrave, London. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-06853-1\\_4](https://doi.org/10.1007/978-1-349-06853-1_4)

2. Determination of consequences associated with each action and the relation between actions and consequences;
3. Subjective evaluation of the consequences;
4. Choice and execution of a certain course of actions <sup>156</sup>.

The decision-making process and the ways each customer invest their money is object of interest to insurance companies and investment banks. Each consumer takes the decision after evaluating the consequences associated with the different ways of actions. During this evaluation process is important to define the expectations and individual beliefs about the cash flow and possible income. Different saving alternatives could be compared based on the liquidity and other features.

There are many external factors that are related to the saving behavior of the customers. Some of the case inefficient income can lead to difficulties with the financial planning <sup>157</sup>. As a human being we usually act and think in a way which are not in accordance with the best financial income. Cognitive biases, prejudices and psychology traps can affect our ability to save and plan effectively. Procrastination is one of the non-productive behaviors associated with the inability to plan and focus. People usually tend to procrastinate in the face of difficult or unpleasant tasks and decisions. It could also happen in long-term and monotonous situations in which we try to avoid completing the task.

In financial context procrastination affects negatively retirement savings. Interesting statistics shows that fewer than a half of the Americans<sup>158</sup> have any significant retirement savings. Plenty of scientists as psychologist, behavioral scientists and economists try to define the role of procrastination and its

---

<sup>156</sup> Stankevich, A. (2017). Explaining the Consumer Decision-Making Process: Critical Literature Review. *Journal of International Business Research and Marketing*, 2(6), 7-14.

<sup>157</sup> SeacoastBank (2020). The psychology of saving money. Online available here: < <https://www.seacoastbank.com/resource-center/blog/saving-money-psychology>>, reached 06.20.2020

<sup>158</sup> Bloom, E (2017). Here's how many Americans have nothing at all saved for retirement. Online available here: < <https://www.cnbc.com/2017/06/13/heres-how-many-americans-have-nothing-at-all-saved-for-retirement.html>>.

application into the consumer behavior. Nudge theory is a popular concept in economics, behavioral sciences and claims that positive reinforcement and indirect suggestions are different types to influence the behavior and decision-making of groups or individuals <sup>159</sup>. This theory suggest that we could improves financial income by giving some positive nudge to people that can shape their choices in positive way. Talking about self-improvement, the nudge can push the personality in direction that serves our interest. The application of this fact to the planning of financial life can support and improve saving behavior.

The tendency to privilege and focus the present over the future is another type of consumer behavior that affects the attitude to long-term saving. People tend to focus on the present instead of what will be needed in the future and this is one of the mains reasons why long-term saving is extremely difficult for most people. Many people have difficulties with identification of themselves with their future selves<sup>160</sup>. People usually tend to focus on what is inf front of them instead of what will be in the future. We prefer immediate gratification for the benefit of our future outcome which become essential for saving and investing. When the decision of long-term saving is made is important focus on the consequence's of today actions on our future happiness and stability. One of the most effective ways to start actively taking actions is to realize that this is going to be a long-term goal.

Personal behavior usually tends to reinforce itself nevertheless is it positive or negative. The first days of new program or changing bad habit or behavior are usually the most difficult ones. Once there is a progress, we tend to reinforce our beliefs that the final result will be worthy. That is why all decisions and overall decision-making process should be break down to smaller and achievable goals.

---

<sup>159</sup> Simon, Carsta; Tagliabue, Marco (2018). "Feeding the behavioral revolution: Contributions of behavior analysis to nudging and vice versa". *Journal of Behavioral Economics for Policy*. 1 (2): 91–97.

<sup>160</sup> Hershfield H. E. (2011). Future self-continuity: how conceptions of the future self-transform intertemporal choice. *Annals of the New York Academy of Sciences*, 1235, 30–43. <https://doi.org/10.1111/j.1749-6632.2011.06201.x>

Small wins philosophy is based on making progress in meaningful job <sup>161</sup>. In terms of meeting our expectations setting and tracking small steps often serves as a step and push to avoid procrastinating.

Some authors define that some psychological obstacles prevent us from taking decisions that could serve us in a long run <sup>162</sup>. Our choices opposite to the economics theories are not always reasoned-out. People tend to focus on their current desires instead of focusing on long-term goals. This type of “live now” behavior into buying exciting goods or trips because this led us to instant gratification rather than saving money for the future.

Another trend is that we get caught by our duties in the busy life and fail to take long-term actions on problems that do not require immediate attention and are related to preparation for retirement for example. The interesting fact is that even small hassles can stop us to sign an investment account. Usually people are well prepared to make budget for ordinary things such as grocery, mortgage or other regular events. When some unexpected event happens – for example wedding or dentist – we tend to think that this is something rare. But usually these rare occurrences are not so rare as we consider. These “rare” events make us overspend and have difficulties with the financial planning. One of the successful factors to avoid those tendency is to making saving automatic. A research shows that if employees are automatically enrolling to save certain amount of money this can increase retirement’s saving <sup>163</sup>. There are also people who tend to participate in such saving plans when contribution gradually increase during the years.

---

<sup>161</sup> Amabile, T. (2011). The power of small wins. Online available here: < <https://hbr.org/2011/05/the-power-of-small-wins>>, reached 03.10.2020

<sup>162</sup> Beshears, J. (2016). The Science Behind Why You Don't Save (And What To Do About It). Online available here: <https://money.com/science-saving-emergency-expenses-behavior-economics/>, reached 05.10.2020

<sup>163</sup> Laibson, D. (2007). The Importance of Default Options for Retirement Saving Outcomes: Evidence from the United States. Online available here: < [https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/importance\\_of\\_default\\_options\\_39089d0d-1ab5-4987-820a-dcb60067aa0e.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/importance_of_default_options_39089d0d-1ab5-4987-820a-dcb60067aa0e.pdf)>, reached 03.10.2020

The literature review highlights some of the major factors related to the personal attitude to long-term savings. Saving money is a complex process shaped by many characteristics. The life-cycle hypothesis of saving mentioned by Modigliani<sup>164</sup> assume that household are focused on maintaining consumption over the long-term saving. If the household is getting income reduced below the average expected income, the families will decrease their savings and borrow to finance consumptions.

During the years of examining consumer behavior and attitudes of customer the researchers found that they can not draw a hypothesis of the personal factors based only at the distinction between psychological and socio-demographic characteristics. As Katona already defined the process of saving money is shaped by two sets of factors – the ability and the willingness to save. This differentiation suggests that psychological characteristics will influence the process of saving outcomes only when certain environmental conditions are met. This notion leads to the following researches of finding how personality traits will affect wealth accumulation in the future. The advantage of using combined model of evaluating and scoring clients is that the financial companies do not have to a make a priori decisions on how to classify the individuals by dividing them in groups based on gender, marital status, income or level of wealth etc.

Other findings in consumer behavior field defined financial literacy of the individual as one of the key fundamentals for successful long-term saving. This literacy is explained as personal knowledge of basic financial concepts as one of the key variables for accumulating wealth. Knowledge about the basic financial concepts and cost of credits could be helpful for long-term goals as retirement. Due to Klapper research<sup>165</sup> shows that significant percentage of households do not understand the basic concepts behind the personal finance management.

---

<sup>164</sup> Modigliani, F. (1986). Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations. *Am.Econ. Rev* 76(3), pp.297-313

<sup>165</sup> Klapper, L., Lusardi, A., van Oudheusden, P. 2015. *Financial Literacy Around the World. Insights From The*

Interesting implication of the Big Five model was found in the field of management of long-term savings. The Big Five concept is fundamental for measurement of set of personality traits such as agreeableness, conscientiousness, extraversion, neuroticism, and openness to experience. Brown and Tylor<sup>166</sup> found that some personality traits are directly related with debt and asset holdings.

During the recent years, the impact of the psychological factors emerged as one of the key factors that influence customer attitudes to long-term savings. The economists try to identify the mix psychological, economical psychological factors that influence the attitude to save. Household savings is one of the biggest sectors in the national saving that are studied and investigated over the years. Psychological factors like self-control and self-esteem, level of optimism, different personality traits became one of the new sources of explanation how they affect the decision-making process of the customer.

## References

- Amabile, T. (2011). The power of small wins. Online available here: < <https://hbr.org/2011/05/the-power-of-small-wins>>, reached 03.10.2020
- Baker M.J. et al. (1983) Consumer behavior. In: Marketing. Macmillan Studies in Marketing Management. Palgrave, London. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-06853-1\\_4](https://doi.org/10.1007/978-1-349-06853-1_4)
- Beshears, J. (2016). The Science Behind Why You Don't Save (And What To Do About It). Online available here: <https://money.com/science-saving-emergency-expenses-behavior-economics/>, reached 05.10.2020
- Bloom, E (2017). Here's how many Americans have nothing at all saved for retirement. Online available here: < <https://www.cnbc.com/2017/06/13/heres-how-many-americans-have-nothing-at-all-saved-for-retirement.html>
- Brown, S and Karl Tylor (2014). Household finances and the 'Big Five' personality traits, <https://doi.org/10.1016/j.joep.2014.10.006>

---

Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey Online

<sup>166</sup> Brown, S and Karl Tylor (2014). Household finances and the 'Big Five' personality traits, <https://doi.org/10.1016/j.joep.2014.10.006>



- Fletcher G.A. (1989) Keynes's Theory of Investment and Saving. In: The Keynesian Revolution and its Critics. Keynesian Studies. Palgrave Macmillan, London. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-20108-2\\_7](https://doi.org/10.1007/978-1-349-20108-2_7)
- Hershfield H. E. (2011). Future self-continuity: how conceptions of the future self-transform intertemporal choice. *Annals of the New York Academy of Sciences*, 1235, 30–43. <https://doi.org/10.1111/j.1749-6632.2011.06201.x>
- Olander, F, Carl-Magnus Seipel (1970). Psychological approach to the study of savings, *Study in Consumer Saving* № 7, p.5
- Katona, G. (1968). *Consumer Behavior: Theory and Findings on Expectations and Aspirations*. The American Economic Review, 58(2), 19-30. Retrieved October 6, 2020, from <http://www.jstor.org/stable/1831793>
- Katona, G (1960). *The powerful consumer*, New York: McGraw-Hill, p. 271
- Klapper, L., Lusardi, A., van Oudheusden, P. 2015. *Financial Literacy Around the World. Insights From The Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey Online*
- Laibson, D. (2007). The Importance of Default Options for Retirement Saving Outcomes: Evidence from the United States. Online available here: <  
[https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/importance\\_of\\_default\\_options\\_39089d0d-1ab5-4987-820a-dcb60067aa0e.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/importance_of_default_options_39089d0d-1ab5-4987-820a-dcb60067aa0e.pdf)>, reached 03.10.2020
- Modigliani, F. (1986). Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations. *Am.Econ. Rev* 76(3), pp.297-313
- Stankevich, A. (2017). Explaining the Consumer Decision-Making Process: Critical Literature Review. *Journal of International Business Research and Marketing*, 2(6), 7-14.
- SeacoastBank (2020). The psychology of saving money. Online available here: <  
<https://www.seacoastbank.com/resource-center/blog/saving-money-psychology>>, reached 06.20.2020
- Simon, Carsta; Tagliabue, Marco (2018). "Feeding the behavioral revolution: Contributions of behavior analysis to nudging and vice versa". *Journal of Behavioral Economics for Policy*. 1 (2): 91–97.

# ОБЩОЕВРОПЕЙСКИЯТ ПРОДУКТ ЗА ЛИЧНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ КАТО ВЪЗМОЖНОСТ ЗА НАСЪРЧАВАНЕ ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИНФРАСТРУКТУРНИ ПРОЕКТИ

Гл. ас. д-р Ралица Пандурска,  
Университет за национално и световно стопанство

[ralitzapandurska@gmail.com](mailto:ralitzapandurska@gmail.com); [rpandurska@unwe.com](mailto:rpandurska@unwe.com)

**РЕЗЮМЕ:** Новият клас общоевропейски продукти за лично пенсионно осигуряване (ОЕПЛПО) има за цел да подпомогне страните при преодоляване на проблемите, предизвикани от демографските трансформации и ниската доходност от инвестирането на средствата в кризисни периоди. Тези продукти ще предоставят възможност за инвестиране във финансови инструменти с дългосрочна възвращаемост, които да комбинират по оптимален начин постигането на доходност при разумни нива на инвестиционен риск.

Удачна алтернатива за дългосрочно инвестиране на средствата на пенсионните фондове, включително и тези на ОЕПЛПО, са инфраструктурните проекти във всички техни разновидности. Тяхната възвращаемост е отдалечена и устойчива във времето, а съпровождащите рискове са приемливи и предвидими.

**Ключови думи:** общоевропейски продукт за лично пенсионно осигуряване, инвестиционни портфейли, възвращаемост на инвестициите, инфраструктурни проекти

**Key words:** Pan-European Personal Pension Product, investment portfolio, investment return, infrastructure projects

**JEL codes:** H54; H55; J32; O18;

Проучвайки подходящите пенсионни плащания, които да удовлетворят разнородните потребности на лицата, Европейската комисия предлага нов клас пенсионни активи, а именно общоевропейски продукт за лично пенсионно осигуряване. Този финансов инструмент с дългосрочен характер се предвижда да бъде подходящ за трансграничните работници, чиято трудова кариера се развива в различни държави.

Такъв пенсионен продукт, който е преносим в рамките на ЕС, би следвало да удовлетвори потребностите на по-младите и мобилни работници, които често сменят страната, в която работят и търсят възможности за дългосрочни целеви спестявания. Стремехът на ОЕПЛПО е да насърчи практическото реализиране на правото на гражданите на ЕС да живеят и да работят навсякъде в рамките на общността, без да губят осигурителните си права. Продуктът ще позволи на лицата да се възползват от вътрешния осигурителен пазар посредством трансфериране на пенсионни права в рамките на ЕС. Наред с това той ще предостави по-голям избор на доставчици на пенсионни продукти, в това число и трансгранични. Продуктът би следвало до голяма степен да бъде стандартизиран и достъпен във всички държави членки, а лицата ще могат да участват в пенсионната схема, дори и при преместване в друга страна от съюза.

Настоящата публикация има за цел да представи възможностите за инвестиране на средствата на ОЕПЛПО в инфраструктурни проекти, които да ускорят постигането на съюз на капиталовите пазари и да изпълват по-оптимално целевите пенсионни спестявания. За се постигне тази цел, са използвани обичайните научни методи – индуктивен, дедуктивен, аналитичен и сравнителен. За постигането на посочените цели са поставени следните задачи:

1. Да се представят същността и основните характеристики на ОЕПЛПО.
2. Да се проучат особеностите и разновидностите на инвестициите в инфраструктурни проекти.
3. Да се преценят ползите и рисковете при инвестиране на средства на ОЕПЛПО в инфраструктурни проекти.

Стремехът към постигане на съюз на капиталовите пазари (СКП) подтиква европейските институции да търсят дългосрочни инвестиционни инструменти, които да вложат средства в реалната икономика на страните и да спомогнат за изграждането на по-силна европейска икономика. Според Регламент 2019/1238 на Европейския парламент и на Съвета изграждането на СКП „ще спомогне за мобилизирането на капитал в Европа и ще го насочи към различни предприятия, в това число към малките и средните предприятия, инфраструктурните и дългосрочните устойчиви проекти, които се нуждаят

от него“<sup>167</sup>. Това би допринесло за устойчивото развитие на европейската икономика и за разкриване на нови работни места.

Надеждите, които се възлагат на ОЕПЛПО, са чрез него да се обогати избора на лицата и особено на мобилните работници за пенсионни плащания. Предвижда се също така да се стимулира създаването на функциониращ пазар на доброволни пенсионни инвестиции, които да бъдат достъпни и ще могат да се управляват на ниво ЕС. Те ще допълнят съществуващите професионални схеми в страните, без да ги заместват, като по този начин ще удовлетворят лицата, които се стремят да постигнат по-висок пенсионен доход. Това би могло да компенсира частично демографските проблеми пред страните от ЕС, както и да осигури инвестиционни средства с дългосрочен характер. Лицата, желаещи да участват в тази пенсионна схема, сключват договор с осигурителната компания, предоставяща тези услуги. Тъй като средствата са целеви и с дългосрочен спестовен характер, преждевременното им изетгляне не се толерира и възможностите за това следва да бъдат прецизирани и ограничени.

Поради голямата фрагментация на вътрешния пазар на доброволни пенсионни продукти в страните от ЕС, очакванията за ОЕПЛПО са да окаже значително и многопосочно въздействие върху осигурителния пазар в тях. Според Регламента на ЕС „в някои държави членки ...ОЕПЛПО... могат да предложат решения за хората, които в момента нямат достъп до адекватно осигуряване. В други държави членки ...те.. биха могли да разширят избора на потребителите или да предложат решения за мобилните граждани. ОЕПЛПО обаче не следва да имат за цел да заменят съществуващите национални пенсионни системи, тъй като това е допълнителен и допълващ продукт за лично пенсионно осигуряване.“

Хармонизирането на присъщите характеристики на ОЕПЛПО ще допринесе за насърчаване на конкуренцията между доставчиците на услуги за лично пенсионно осигуряване и за постигане на икономии от мащаба, от което най-голяма полза ще имат осигурените лица и бенефициентите. Само с една регистрация на пенсионната схема в местните регулаторни органи, доставчиците на пенсионни услуги ще имат достъп до общия европейски пазар. Допуска се възможност вече съществуващите пенсионни

---

<sup>167</sup> РЕГЛАМЕНТ (ЕС) 2019/1238 НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА от 20 юни 2019 година относно паневропейски персонален пенсионен продукт

продукти в страните, които отговарят на изискванията за ОЕПЛПО, да бъдат регистрирани и да предоставят и тази услуга.

Важна част от регулациите над ОЕПЛПО е изискването на Европейския орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (ЕОЗППО) за регистрация на доставчика на ОЕПЛПП и на самата пенсионна схема в централния публичен регистър, който е централизиран и поддържа информация за регистрираните ОЕПЛПО, за техните доставчици, страните, които предлагат тези продукти и друга изискуема информация.

Доставчикът на ОЕПЛПО е финансово предприятие, което е получило разрешение за създаване на такъв продукт и извършва неговата дистрибуция. Предвижда се доставчици на тези услуги да бъдат осигурителни и застрахователни дружества, компании за управление на активи, банки, инвестиционни форми и професионални пенсионни фондове.

Дистрибутор на ОЕПЛПО е финансово предприятие, което е получило разрешение да извършва дистрибуция на тези продукти, без те да са създадени от него, инвестиционен посредник или застрахователен посредник<sup>168</sup>.

Финансовите активи, които акумулират пенсионните фондове, са в особено големи размери, като в повечето страни те представляват значима част от техния БВП. Според данните на ОИСР най-много са натрупаните средства в САЩ, Великобритания, Австралия, Холандия, Канада и др. В повечето разгледани държави се наблюдава ръст на активите на пенсионните фондове на годишна база, като единствено в Полша и Украйна те са намаляли съответно с 2.0% и 1.7%.

Фигура 1: Активи на пенсионните фондове и всички пенсионни инструменти през 2019г. (предварителни данни)

---

<sup>168</sup> Димитрова, Г. (2020), РЕГУЛИРАНЕ НА ДЕЙНОСТТА НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ БРОКЕРИ В БЪЛГАРИЯ, сп. Панорама на труда, бр.3/2020г. с.28

**Table 1. Assets in pension funds and all retirement vehicles in 2019 (preliminary)**

OECD countries	Pension funds			All retirement vehicles	Selected other jurisdictions	Pension funds			All retirement vehicles
	% change	in USD million	% of GDP	% of GDP		% change	in USD million	% of GDP	% of GDP
Australia	6.3	1,779,374	132.0	135.0	Albania	26.8	27	0.2	0.2
Austria	13.5	27,293	6.1	..	Angola	13.1	554	0.8	..
Belgium	18.0	44,674	8.4	..	Armenia	58.2	524	3.8	..
Canada	7.3	1,531,845	89.1	158.9	Brazil	5.9	218,406	12.2	26.2
Chile	19.4	215,373	80.8	..	Bulgaria	16.9	9,037	13.6	13.6
Colombia	16.6	83,737	26.0	26.0	Costa Rica	19.7	20,503	32.2	32.2
Czech Republic	8.0	22,445	9.0	9.0	Croatia	15.4	18,083	30.0	30.0
Denmark	12.4	169,434	48.7	219.1	Egypt	10.0	4,873	1.5	1.5
Estonia	20.7	5,342	17.0	18.6	Georgia	n.a.	180	1.2	1.2
Finland	..	132,184	49.4	..	Ghana	33.4	3,138	5.0	5.0
France	20.5	22,468	0.8	10.0	Guyana	13.2	337	8.3	8.3
Germany	8.4	285,522	7.4	..	Hong Kong, China	11.4	166,431	44.4	44.4
Greece	8.6	1,750	0.8	..	Indonesia	8.3	20,332	1.8	..
Hungary	8.9	6,098	3.8	5.4	Jamaica	16.6	5,353	33.5	33.5
Iceland	17.6	41,036	167.6	178.2	Kazakhstan	15.1	28,224	16.5	16.5
Ireland	20.8	140,425	36.0	..	Kenya	13.6	13,071	13.2	13.2
Israel	17.9	259,905	63.8	..	Kosovo	17.0	2,220	27.8	27.8
Italy	11.9	168,510	8.4	10.8	Malawi	23.1	1,150	15.0	15.0
Japan	0.4	1,443,125	28.4	..	Malaysia	29.6	855	0.2	..
Korea	16.4	191,061	11.6	..	Namibia	2.2	10,660	75.2	86.0
Latvia	21.2	629	1.8	16.7	North Macedonia	17.7	1,413	11.2	11.2
Lithuania	24.9	4,520	8.3	8.3	Pakistan	15.1	185	0.1	..
Luxembourg	12.8	2,050	2.9	..	Peru	14.0	52,753	22.6	22.6
Mexico	18.8	225,519	17.5	18.5	Romania	30.0	15,139	6.3	6.3
Netherlands	17.5	1,746,262	191.4	..	Russia	8.9	99,560	5.6	5.6
New Zealand	20.7	65,769	31.1	31.1	Serbia	12.7	432	0.8	0.8
Norway	10.9	43,938	10.9	..	Suriname	0.8	480	12.6	..
Poland	-2.0	40,874	6.8	7.8	Thailand	8.0	40,794	7.3	..
Portugal	12.1	24,524	10.3	..	Ukraine	-1.7	108	0.1	..
Slovak Republic	12.8	13,324	12.6	12.6	Total	11.3	734,823	9.2	..
Slovenia	11.6	3,234	6.0	7.3					
Spain	11.8	133,214	9.5	13.2					
Sweden	..	22,007	4.1	81.9					
Switzerland	12.6	1,018,080	141.1	..					
Turkey	37.3	21,325	3.0	..					
United Kingdom	16.1	3,582,910	123.3	..					
United States	15.6	18,750,788	87.5	147.1					
OECD Total	13.9	32,270,567	60.1	..					

Notes: ".." means not available, "n.a." means not applicable. See the end of this factsheet for country-specific details.  
Source: OECD Global Pension Statistics; French Asset Management Association; Bank of Japan; Swiss Occupational Pension Supervisory Commission.

Източник: OECD, Pension Funds in Figures

С оглед на дългосрочния характер на ОЕПЛПО, се търсят инвестиционни инструменти, които са подходящи за него и гарантират устойчивост на пенсионния доход. Под инвестиции с дългосрочна възвращаемост ЕК разбира непрехвърляеми ценни книжа, които нямат достъп до ликвидността на вторичните пазари. Инструментите, подходящи за дългосрочни инвестиции, са инфраструктурни проекти, дружества, стремящи се към растеж, чиито ценни книжа не са допуснати до търговия на регулиран пазар, и инвестиции в недвижими имоти или други реални активи, които биха могли да са подходящи с цел дългосрочна инвестиция<sup>169</sup>. Често пъти зелените инфраструктурни проекти, използващи ниски въглеродни емисии, климатично неутралните и социално отговорни инвестиции, инвестициите в енергийна ефективност, транспорт, здравеопазване, възобновяема енергия, широколентова инфраструктура или финансиране на малки и средни предприятия, изискват дългосрочен инвестиционен

<sup>169</sup> РЕГЛАМЕНТ (ЕС) 2019/1238 НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА от 20 юни 2019 година относно паневропейски персонален пенсионен продукт

хоризонт и имат ограничен достъп до кредитиране. За да стимулира инвестициите в такива социално значими проекти, ЕК подкрепя институциите, предлагащи ОЕПЛПО, при структурирането на инвестиционните им портфейли и инвестирането на повече средства в активи с дългосрочна възвращаемост. Пенсионните фондове биха могли да увеличат своята експозиция в зелена инфраструктура или други „зелени“ активи, извършвайки социално отговорни инвестиции и прилагайки „екологични, социални и управленски“ инвестиционни подходи<sup>170</sup>.

Основният мотив за извършване на такъв тип инвестиции със средстватвата на ОЕПЛПО е необходимостта от подобрене на публичната инфраструктура. Новите форми на публично-частно партньорство, например договори с частни компании за подизпълнение на публични услуги, са все по-често търсени и предлагани. Държавата видоизменя функциите си от собственик и доставчик на публични услуги в техен купувач и регулатор, а частният сектор се превръща в източник на финансиране и мениджър на инфраструктурата, като реализира възвращаемост от инвестициите.

Инфраструктурата далеч не се ограничава с пътища и транспортни съоръжения, както е обичайно да я възприемаме. Според проучването на Георг Дерст, публикувано от ОИСР инфраструктурата се определя като „система от публични дейности в страната или региона“<sup>171</sup>. Това са основните услуги и съоръжения, необходими за съществуването и функционирането на обществото. Според автора инфраструктурата включва най-общо икономически и социални дейности.

От своя страна Международната асоциация за социална сигурност отъждества инфраструктурата с редица дейности, които биха могли да се онагледят на следната фигура<sup>172</sup>:

---

<sup>170</sup> G20/OECD POLICY NOTE ON PENSION FUND FINANCING FOR GREEN INFRASTRUCTURE AND INITIATIVES, OECD, 2012, p.5

<sup>171</sup> Inderst, G. (2009), "Pension Fund Investment in Infrastructure", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 32, OECD publishing, p.5

<sup>172</sup> International Social Security Association (2019), Infrastructure investment. Challenges and opportunities for social security reserve funds, Geneva, p.2

Фигура 2: Видове инфраструктурни инвестиции



Източник: International Social Security Association (2019), Infrastructure investment. Challenges and opportunities for social security reserve funds

Активите на пенсионните фондове са едни от най-важните, а понякога и единствените дългосрочни източници на капитали в някои от страните, които имат съществен принос в развитието на местните капиталови пазари<sup>173</sup>. Поради това тяхното своевременно инвестиране в инфраструктурни проекти от стратегическо значение е особено важно както за икономиката на страните, така и за оптимизацията на портфейлите на пенсионните фондове. Те са особено подходящи за новия клас европейски пенсионни продукти, поради тяхната предвидимост, висока степен на регулация, относително ниска степен на риск и не на последно място – поради социалните и обществените ползи от тях. Обединеният европейски пазар за доброволно

<sup>173</sup> Пандурска, Р. (2020) КЛЮЧОВИ АСПЕКТИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД РАЗВИТИЕТО НА ПЕНСИОННАТА СИСТЕМА В БЪЛГАРИЯ, ИК-УНСС, с.92



лично пенсионно осигуряване ще насърчи предлагането на активи за институционални инвеститори и реални инвестиции в икономика на страните.

Инвестициите в инфраструктурни проекти имат следните по-важни характеристики:

- ✓ Значими входни бариери за участниците;
- ✓ Инвестиции с дългосрочен хоризонт;
- ✓ Високи разходи за обслужване на проекта;
- ✓ Създаване на дълготрайни материални активи;
- ✓ Прозрачна, предвидлива и стабилна възвращаемост на инвестициите;
- ✓ Парични потоци, чувствителни на инфлацията;
- ✓ Слаба еластичност на търсенето;
- ✓ Относително висока оперативна печалба;
- ✓ Социално отоворни инвестиции, които имат благоприятно отражение върху икономиката и обществото и др.

Инвестициите в инфраструктура имат съществени предимства, касаещи оптималната комбинация риск-доходност, относително отгачените възможности за инвестиране в свързани лица, по-слабият риск от лоши инвестиции, хеджиране на инфлационния риск и др.

Наред с безспорните ползи, инвестициите в инфраструктурни проекти на пенсионните фондове, включително и на тези, предлагащи ОЕППО, биха могли да срещнат някои трудности, свързани с<sup>174</sup>:

- ✓ Недостатъчния практически опит и познания за този вид инвестиции, които са специфични и изискват висока инвестиционна култура на всички лица, свързани с осигурителния процес - инвестиционни консултанти, посредници, риск-мениджъри, управленски персонал и др.

- ✓ Недостатъчно налична информация и данни за инфраструктурните проекти. Невинаги информацията за особеностите, мащаба, финансовите параметри, рентабилността, икономическата и политическата обстановка в страните е достъпна и достоверна.

---

<sup>174</sup> Пандурска, Р. (2020) КЛЮЧОВИ АСПЕКТИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД РАЗВИТИЕТО НА ПЕНСИОННАТА СИСТЕМА В БЪЛГАРИЯ, ИК-УНСС, с.95

✓ Много често в хода на реализиране на инвестиционния проект се променя средата, намесват се непредвидими фактори и събития, които променят първоначалните намерения.

✓ Транснационалните инвестиции понякога крият риск от недостатъчна прозрачност, тъй като проследяването на рентабилността на направените инвестиции в друга държава би могло да бъде затруднено.

✓ Инфраструктурните проекти подлежат на различни регулации в отделните държави, които в определен момент могат да бъдат ревизирани.

✓ Политически риск, при който смяната на властта може да промени законодателството, лицензионните и разрешителни процедури и това да се отрази неблагоприятно върху резултата от извършените инвестиции от страна на пенсионния фонд.

✓ Напредък на иновационните и информационните технологии. Бързо развиващата се дигитална икономика поставя нови предизвикателства пред пенсионноосигурителните системи и в частност пред инвестиционните им портфейли.

✓ Дължимите такси и удържки трябва да бъдат балансирани и адекватни. На практика те представляват цената на пенсионните продукти, която осигурените лица плащат на компаниите, за да управляват техните пенсионни спестявания.

✓ Конфликтите на интереси и други реални заплахи. В някои случаи трансграничните инфраструктурни проекти не са особено прозрачни, възможно е изпълнението им да се възлага на лица, близки до властта, което прави непредвидими резултатите от инвестициите на пенсионните фондове, вложили средствата си в тях.

✓ Възможност за инвестиции в свързани лица, в резултат на което да се манипулира доходността на пенсионните фондове и тя да бъде подвеждащо висока. Това е предпоставка за нелоялна конкуренция спрямо останалите участници на пазара.

На базата на проучените възможности за инвестиране средствата на ОЕПЛПО в инфраструктурни проекти, можем да считаме, че потенциалните инвестиционни инструменти, които могат да се използват, биха могли да бъдат обогатени и да включват и този тип инвестиции. Освен че имат дългосрочна и трайна възвращаемост, те имат и благоприятни икономически, социални и обществени ползи, като същевременно инвестират средства в реалната икономика.

В близко бъдеще инфраструктурните проекти ще имат нужда от голям публичен или частен ресурс, тъй като стремежът към подобряване на инфраструктурата е явен във всички страни. Ежегодните нужди от икономическа и социална инфраструктура ще се повишат и възможностите за инвестиране на средствата на ОЕПЛПО в тях са съвсем реални при условие, че се спазват европейските регулации и очакванията за дългосрочна възвращаемост. Средствата, необходими за обезпечаване на проектите в електричество, автобусен и железопътен транспорт, телекомуникации и водоснабдяване ще достигнат все по-големи размери, а диверсификацията на източниците на финансиране е особено належаща, тъй като ресурсите от държавния бюджет на страните не са в състояние да покрият увеличаващите се разходи.

Важно е те да преценят обстойно основните предимства и рискове, като същевременно се вземат в предвид икономическите, социалните, политическите, екологичните съображения за целесъобразността на извършените инвестиции. В действителност опитът на повечето инвеститори във финансирането на инфраструктурни проекти все още е сравнително оскъден и това представлява една перспектива, която трябва да бъде използвана по-рационално, като се вземат в предвид всички предимства и рискове на тази инвестиция.

#### ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА:

1. Димитрова, Г., (2020), Регулиране на дейността на застрахователните брокери в България, сп. Панорамана труда, бр.3/2020г.
2. Палов, Н., (2018), Европейският личен пенсионен продукт ще допринесе за адекватни и устойчиви пенсии, Insmarket, 14.06.2018
3. Пандурска, Р. (2020) Ключови аспекти и предизвикателства пред развитието на пенсионната система в България, ИК-УНСС
4. Регламент (ЕС) 2019/1238 на Европейския парламент и на съвета от 20 юни 2019 година относно паневропейски персонален пенсионен продукт
5. ЕИОРА, (2020), ЕИОРА finalises the regulation of the pan-European Personal Pension Product, [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-finalises-regulation-pan-european-personal-pension-product_en)

6. EIOPA, (2020), Implementation Of Pan-European Personal Pension Product [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/sh\\_infographic\\_final.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/sh_infographic_final.pdf)
7. European Commission, (2018), The 2018 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU, Country profiles Volume II; Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion, Social Protection Committee, online, available from:  
<http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=738&langId=en&pubId=8084&furtherPubs=yes>
8. European Commission, (2019), Capital Markets Union: Pan-European Personal Pension Product, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_19\\_1993](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_19_1993)
9. FIAP, (2006), Pension Funds Investment Perspectives, Presentation given at the International Seminar of the same name, organized by FIAP in Santiago, Chile on 18th and 19th, May 2006;
10. Inderst, G. (2009), "Pension Fund Investment in Infrastructure", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 32, OECD publishing
11. International Social Security Association (2019), Infrastructure investment. Challenges and opportunities for social security reserve funds, Geneva
12. OECD, (2012), G20/OECD Policy note on pension fund financing for green infrastructure and initiatives, <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/S3%20G20%20OECD%20Pension%20funds%20for%20green%20infrastructure%20-%20June%202012.pdf>
13. OECD, (2020), Pension Funds in Figures, <https://www.oecd.org/pensions/Pension-Funds-in-Figures-2020.pdf>

# ПЛАНИРАНЕ НА ДОХОДИТЕ В ПЕНСИОННА ВЪЗРАСТ В КОНТЕКСТА НА ДЪЛГОСРОЧНОТО УПРАВЛЕНИЕ НА ЛИЧНИТЕ ФИНАНСИ

д-р Джеймс Йоловски  
VUZFLab, jamesjolovski@gmail.com

**РЕЗЮМЕ:** Дългосрочното планиране на доходите в пенсионна възраст е представено като направление при управлението на личните финанси. Тристълбовият модел е разгледан от позицията на приноса на всеки стълб към постигане на желаните цели за жизнен стандарт и определено ниво на доходи в пенсионна възраст. Установени са предимствата на паневропейския персонален пенсионен продукт като възможност за допълнително доброволно пенсионно осигуряване.

**КЛЮЧОВИ ДУМИ:** лични финанси, планиране, доходи, пенсиониране, паневропейски персонален пенсионен продукт (ПЕПП)

**JEL КЛАСИФИКАЦИЯ:** D14, D31, H55, H75, J32

## ВЪВЕДЕНИЕ

Първообрази на механизми за осигуряване на пенсионни обезщетения в различни форми са познати още от началото на новата ера. В ранния си етап на развитие те са насочени към конкретни целеви групи. Първоначално тези инструменти таргетират военните ветерани, а впоследствие обхватът им се разширява, включвайки вдовиците на военните, учителите и др.

Съвременните пенсионни системи, насочени към осигуряване на доходи за населението в напреднала възраст, се зараждат в края на XIX в. и началото на XX в. Преди настъпването на този исторически етап средната продължителност на живота е

ниска. Затова тя не предполага навлизането на значителна част от населението във възраст, в която хората не биха били трудоспособни поради отслабването на физическите или умствените им възможности.

Повишаването на средната продължителност на живота се проявява не само като първопричина за възникването на пенсионните системи, но и като фактор, който обуславя тяхното непрекъснато еволюиране. Такива са също значителното ускоряване на темпа на развитие на социално-икономическите процеси, динамичните изменения в макроикономическите условия, навлизането на финансови иновации и др. Под влиянието на тези предпоставки за по-малко от век и половина пенсионните системи се изменят изключително динамично.

За осигуряването на доходи в напреднала възраст като все по-съществени се проявяват два ключови фактора – проактивността на индивидите при управлението на личните им финанси и изборът на оптимален подход сред различните съвременни продукти, генериращи доходност. Тристълбовият пенсионен модел изгражда рамката, в която всяко лице може да планира своите действия, като ги обвърже с желаните резултати. Чрез проведеното кабинетно проучване и осъществения впоследствие анализ настоящото изследване очертава възможните направления, към които индивидите могат да насочат усилията си, за да управляват своите лични финанси с цел постигане на желан жизнен стандарт в пенсионна възраст.

## **ИЗЛОЖЕНИЕ**

Управлението на личните финанси се осъществява както в краткосрочна, така и в дългосрочна перспектива. Всеки индивид следва да постави определени цели за желания жизнен стандарт в дългосрочен план – навлизане в пенсионна възраст. Така се обуславя равнището на доходите (обикновено изразено в процент от размера им преди пенсиониране), необходими за поддържането на този стандарт. От своя страна, постигането на такива доходи предполага финансовото поведение, към което индивидът следва да се придържа в настоящия момент, за да постигне своите цели. Така

дългосрочното планиране се обвързва с краткосрочното, което пък намира отражение в бюджетиранието на личните финанси<sup>175</sup>.

Тристълбовият пенсионен модел е въведен в България в началото на XXI в.<sup>176</sup>, почти непосредствено след утвърждаването му в световен план в края на XX в. Той се характеризира с няколко съществени предимства<sup>177</sup>:

- финансова стабилност на пенсионната система;
- диверсификация на източниците на доходи, която намалява рисковете;
- постигане на нива на пенсионни доходи, които съответстват в по-висока степен на осигурителния принос на лицата.

Допълнително съществено предимство на тристълбовия модел е осигуряването на известна степен на свобода на индивидите по отношение на финансовото планиране (и съответно управлението на личните финанси). Тя не се наблюдава при първия стълб, който се характеризира с принципите на солидарност и задължителност.

Осигуряването на пенсионни доходи чрез първия стълб в дългосрочен план е изправено в световен мащаб пред съществен проблем. Той е свързан със съотношението между лицата в пенсионна възраст и полагащите труд към съответен момент. От една страна, този проблем се обуславя от продължаващото повишаване на средната продължителност на живота<sup>178</sup>, което води до увеличаване на абсолютния брой на пенсионерите. От друга страна, в България например се наблюдават силно изразени негативни демографски процеси. Те са свързани с отрицателния прираст на населението вследствие на фактори като ниска раждаемост и високи нива на емиграция. Като резултат, Държавното обществено осигуряване у нас функционира в условията на дефицит – планиран в размер на 6,21 млрд. лв. (приблизително 5% от очаквания БВП) за 2021 г.<sup>179</sup> Дефицитът само за фонд „Пенсии“ е 5,45 млрд. лв. (или приблизително 88% от общия).

---

<sup>175</sup> Бобева, Д., & Йоловски, Д. (2018). *Лични финанси: въведение*. София: Джуниър Ачийвмънт България, с. 145

<sup>176</sup> *Кодекс за социално осигуряване* (2003), [онлайн на <https://www.lex.bg/laws/ldoc/1597824512>, последно посещение на 20.11.2020 г.]

<sup>177</sup> Пандурска, Р. (2016). *Предизвикателства при избора за участие в едноколонен или многоколонен пенсионен модел*. Икономиката на България и Европейския съюз: Наука и бизнес. София: Св. Григорий Богослов, с. 126-127

<sup>178</sup> OECD. (2019). *Pensions at a Glance 2019*. Paris, p. 11 [online at <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/b6d3dcfc-en.pdf?expires=1606051009&id=id&accname=guest&checksum=64E64EC67619726FFA0D76E87B63D288>, last accessed on 20.11.2020]

<sup>179</sup> Фискален съвет на България. (2020). *Становище относно Проект на Закон за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2021 г.*, с. 5-7

[онлайн на <https://www.fiscalcouncil.bg/medias/uploads/stanovishta/stanovishte-otnosno-proekt-na-zakon-za-biudzeta-na-doo-za-2021.pdf>, последно посещение на 20.11.2020 г.]

В дългосрочен аспект възможните подходи за решаване на проблема с първия стълб са оскъдни – ускоряване на повишението на пенсионната възраст, увеличаване на осигурителната тежест върху полагащите труд и изоставане на ръста на пенсиите спрямо този на доходите. Всеки от тях се характеризира с различни недостатъци, а приложението в България на някои от тях е ограничено предвид ниските нива на доходи (и трудови, и пенсионни).

В обобщение особеностите на първия стълб предпоставят ниската степен, в която осигурените могат разчитат на пенсионните доходи от държавното обществено осигуряване за постигане на желаните цели за жизнен стандарт. От една страна, това се дължи на функционирането при солидарен принцип и липсата на свобода, а от друга – на проблемите, пред които той е изправен и непредвидимостта на мерките за тяхното преодоляване. Затова отражението на първия стълб върху активното управление на личните финанси е силно ограничено.

Вторият стълб също е задължителен, но натрупването на средства по индивидуална партида осигурява базова степен на свобода, която мотивира потребителите на пенсионната система да са проактивни. Те имат възможността да се информират за различни фактори, чрез които да аргументират първоначалния си избор на пенсионен фонд или на евентуалната му промяна. Сред тях са постигнатата доходност, таксите, международния опит и устойчивостта на дружеството, което управлява фонда и др. Съществуват обаче и редица ограничения – например не е възможен персонален избор на инвестиционна стратегия в съответствие с рисковия профил на осигурения.

От началото на 2015 г. в България е предвидена възможност за прехвърляне на средствата по индивидуалната партида от втория в първия стълб<sup>180</sup>. Поради относително краткия период за акумулиране на средства по тези партиди и за генерирането на доходност, натрупванията на част от осигурените са твърде малко. Като резултат размерът на „втората пенсия“, изплащана от универсален пенсионен фонд, е по-нисък от корекция на пенсията, изплащана от държавното обществено осигуряване.

С оглед гореизложените обстоятелства, на пръв поглед възможността за пренасочване от втория към първия стълб има позитиви. Първо, осигурените получават допълнителна свобода сами да направят осъзнат и аргументиран избор за своите пенсии.

---

<sup>180</sup> *Кодекс за социално осигуряване* (2003), чл. 46, [онлайн на <https://www.lex.bg/laws/ldoc/1597824512>, последно посещение на 20.11.2020 г.]



Второ, осигурява се възможност индивидите да получават по-високи доходи. Трето, в краткосрочен план се осигурява ликвидност на държавното обществено осигуряване чрез прехвърлянето на натрупаните по индивидуалните партии средства.

В дългосрочен план обаче подобно решение има редица негативи.<sup>181</sup> Отливът на осигурени от втория към първия стълб опорочава и застрашава функционирането на тристълбовия модел. Намалява диверсификацията на източниците на доходи, което изправя осигурените пред по-висок риск, поради несигурността относно преодоляването на проблемите пред първия стълб. Всъщност осигуряването на ликвидност на държавното обществено осигуряване в краткосрочен план обуславя необходимостта от повече средства в дългосрочен, т.е. задълбочава вече разгледаните проблеми.

Съществуват обаче два взаимосвързани ключови проблема пред гарантирането на удовлетворяващи доходи чрез втория стълб. Те биха се проявявали и занапред като аргумент на лицата да прехвърлят средствата си от универсален пенсионен фонд към държавното обществено осигуряване.

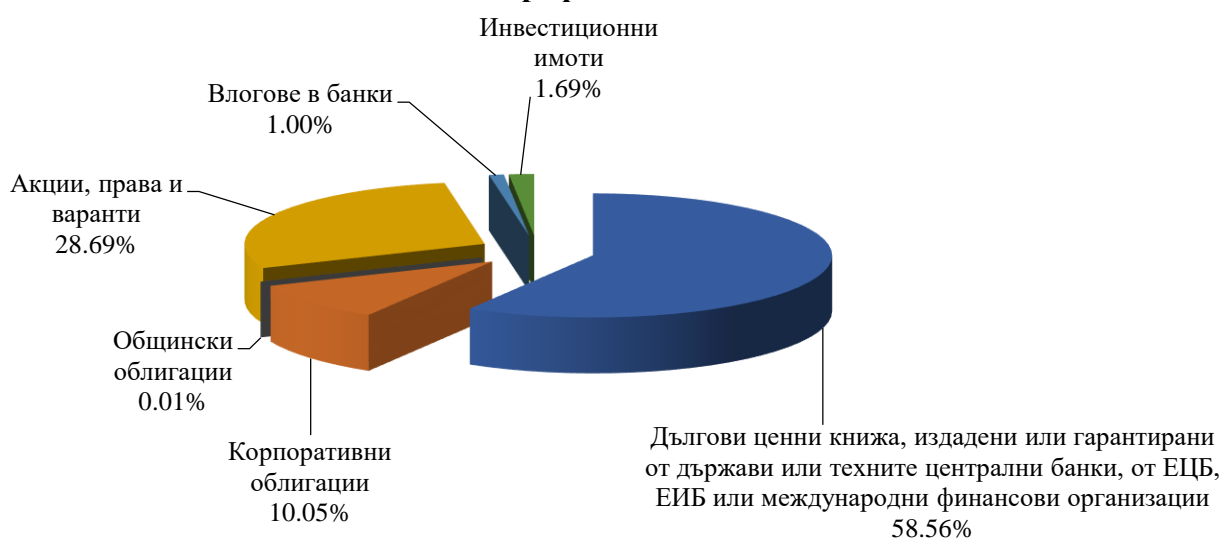
Първият от тези проблеми е глобален и е свързан с макроикономическите условия. От една страна, периодът 2008-2020 г. се характеризира с три неблагоприятни етапа – две дълбоки икономически кризи в началото и края му и продължителен интервал на слаб икономически растеж между тях. От друга страна, провежданата неконвенционална парична политика установява трайни нива на ниски лихви. Същевременно инструментите, в които пенсионните фондове инвестират средствата на осигурените, са по-консервативни и във висока степен зависими от лихвените равнища<sup>182</sup> – фиг. 1.

---

<sup>181</sup> Пандурска, Р. (2016). *Предизвикателства при избора за участие в едноколонен или многоколонен пенсионен модел*. Икономиката на България и Европейския съюз: Наука и бизнес. София: Св. Григорий Богослов, с. 131-135

<sup>182</sup> Димитрова, Т. (2016). *Влияние на икономическата среда на ниски лихвени нива върху пенсионните фондове в страни-членки на ЕС от ЦИЕ*. Икономиката на България и Европейския съюз: Наука и бизнес. София: Св. Григорий Богослов, с. 120

**Фиг. 1. Инвестиционен портфейл на УПФ към 30.09.2020 г.**



Източник: Комисия за финансов надзор

Вторият проблем е свързан с условия на локално ниво в България. Активната политика за повишаване на доходите в България води до значително ускоряване на темпа на нарастване на средния осигурителен доход – Табл. 1. От своя страна, той изпреварва доходността, която реализират универсалните пенсионни фондове.

**Табл. 1. Нарастване на средния осигурителен доход в България и доходност на УПФ**

година	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
среден осигурителен доход (лв.)	770	821	890	968	1063	1166
ръст на средния осигурителен доход (%)		6.62%	8.40%	8.76%	9.81%	9.69%
Немодифицирана претеглена доходност		6.34%	-4.18%	6.49%	0.76%**	
Средноаритметична доходност		5.78%	-3.22%	6.16%	1.04%**	

\*прогноза

Източник: Собствени изчисления по данни на НОИ и КФН

\*\* доходност на УПФ за периода 28.09.2018 г. до 30.09.2020 г.

През нито една година в разгледания период постигнатата доходност не превишава нарастването на средния осигурителен доход. Спрямо нарастването му с 8.40% през 2018 г. доходността дори е отрицателна по данни на Комисията за финансов надзор<sup>183</sup>. Немодифицираната претеглена доходност е в размер на -4.18% а средноаритметичната – на -3.22%. Сходни резултати се очертават и за 2020 г., през която доходността през първото деветмесечие се понижава значително спрямо 2019 г.

Едновременното действие на двата фактора – ниска доходност на пенсионните фондове и ускорено нарастване на осигурителния доход, означава, че „втората пенсия“ не може да компенсира корекцията на пенсията от държавното обществено осигуряване<sup>184</sup>. В допълнение, нарастването на осигурителния доход с по-високи темпове спрямо производителността на труда, предполага риск от повишаване на инфлацията, като така допринася за намалението на реалната доходност на пенсионните фондове. Тези обстоятелства мотивират индивидите да се възползват от възможността за прехвърляне на средствата от своите персонални партии от втория в първия стълб. Всички разгледани особености обуславят ограничения принос на универсалните пенсионни фондове при активното управление на финансите в дългосрочен план.

Извън обхвата на първия и втория стълб индивидите разполагат с широк набор от традиционни подходи и продукти, които могат лесно да съобразят с рисковия си профил. Те включват застраховки „живот“ със спестовен или инвестиционен характер, инвестиции в различни класически финансови инструменти или деривати, в благородни (ценни) метали или в недвижими имоти и др. А също и по-съвременни или екзотични възможности като колекционерски вещи, пиър-ту-пиър (p2p) кредитиране, виртуални (крипто) валути и т.н. Повечето от изброените инструменти намират приложение и при генерирането на доходност в краткосрочен план. В допълнение, тяхното разнообразие и различните им характеристики затрудняват значително обхващането им при анализа на източниците на доходи в пенсионна възраст. По тази причина настоящият доклад се фокусира единствено върху продукти за допълнително доброволно пенсионно осигуряване в контекста на третия стълб от пенсионната система.

---

<sup>183</sup> Комисия за финансов надзор, *Информация за постигнатата доходност и равнището на инвестиционния риск при управлението на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване за 2019 г.* [онлайн на <https://www.fsc.bg/d.php?id=28219>, последно посещение на 20.11.2020 г.]

<sup>184</sup> Better Finance, 2020. *Pension Savings: The Real Return*, The European Federation of Investors and Financial Services Users, p. 119 [online at <https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/The-Real-Return-Long-Term-Pension-Savings-Report-2020-Edition.pdf>, last accessed on 20.11.2020]

Осигуряването в доброволен пенсионен фонд предоставя пълна свобода на всеки индивид. Освен избора на фонд(ове), той може да определи например размера и периодичността на вноската. В същото време продуктите на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване са нискорискови и стриктно регулирани, което повишава доверието на потребителите.

Към края на 2019 г. в България приблизително 640 хил. души са осигурени в доброволен пенсионен фонд. Темпът на нарастването им е по-висок в периода 2017-2019 г. – приблизително 2% годишно спрямо около 0.5% през 2016 и 2020 г. (Табл. 2.).

Табл. 2. Темп на нарастване на осигурените в ДПФ

година	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
брой осигурени (хил. д.)	598	601	614	628	640	644
темп на нарастване (%)		0.50%	2.16%	2.28%	1.91%	0.63%
осигурени в УПФ (хил. д.)	3504	3576	3668	3731	3806	3843
дял спрямо осигурените в УПФ (%)	17.07%	16.81%	16.74%	16.83%	16.82%	16.76%
население 20-59 г. (хил. д.)	3888	3826	3763	3706	3657	n/a
дял спрямо населението 20-59 г. (%)	15.38%	15.71%	16.32%	16.95%	17.50%	n/a
население (хил. д.)	7154	7102	7050	7000	6951	n/a
дял спрямо общото население (%)	8.36%	8.46%	8.71%	8.97%	9.21%	n/a

\*към 30.09.2020 г.

Източник: Собствени изчисления по данни на КФН и НСИ

Данните в Табл. 2. показват, че при управлението на личните си финанси приблизително 1 от 6 души<sup>185</sup> разчита на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване за доходите си в пенсионна възраст. Само половината обаче (320 хил. д. от 640 хил. д.) са осигурени по договор с лични вноски, т.е. по-голямата част от лицата потребяват тези услуги по договор с работодател. Доходността на доброволните пенсионни фондове също не е висока. Тя е представена в Табл. 3.

<sup>185</sup> Брой на осигурените в ДПФ спрямо осигурените в УПФ или спрямо населението от 20 до 59 г.

Табл. 3. Доходност на ДПФ за периода 2015-2019 г.

Източник: КФН

Слабият темп на нарастване на осигурените в доброволен пенсионен фонд през последните години индикира определено насищане на пазара на тези услуги към настоящия момент. Необходим е по-задълбочен анализ за установяване на причините за тази тенденция. Възможни фактори са: неудовлетворение от нивото на доходност, недоверие в доставчиците на услугите, ниска степен на информираност или на финансова грамотност и др.

Наименование	2015	2016	2017	2018	2019
Немодифицирана претеглена доходност	1.68%	5.23%	7.52%	-4.56%	6.48%
Средноаритметична доходност	2.43%	5.25%	7.46%	-3.19%	5.20%

Предимствата на паневропейския пенсионен продукт (общоевропейски продукт за лично пенсионно осигуряване) – ПЕПП<sup>186</sup>, обуславят значителният му потенциал да активизира потребителите. В основите на концепцията за създаването на ПЕПП стоят основните проблеми, свързани със застаряването на населението и ниските лихвени проценти. Той адресира и допълнително предизвикателство – преносимостта на персоналните пенсионни продукти в рамките на ЕС.

Общият пазар на ПЕПП обуславя неговите предимства. На първо място, насърчават се доставчиците на различните пенсионни продукти като се улеснява навлизането на пазарите на държавите членки и се увеличава достъпа до капитали. Второ, силната конкуренция между тях предполага по-ниски такси и по-висока степен на прозрачност. Трето, осигурява се висока степен на свобода на потребителите по отношение на инвестиционна стратегия и начин на изплащане на натрупаните средства. Всички тези характеристики се явяват предпоставки за утвърждаването на ПЕПП като предпочитан инструмент за управление на личните финанси в дългосрочен план.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

<sup>186</sup> РЕГЛАМЕНТ (ЕС) 2019/1238

[онлайн на <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R1238&from=ES>, последно посещение на 20.11.2020 г.]

Демографските тенденции поставят пред сериозни предизвикателства осъществяването на функциите на държавата, свързани с гарантирането на доходи в пенсионна възраст чрез осигурителни модели. През последното десетилетие вторият стълб на пенсионните системи също се оказва неспособен самостоятелно да даде решение на проблемите, свързани с осигуряването на такива доходи. Това се предпоставя от периода на нисък икономически растеж и неконвенционална парична политика, водеща до ниски лихвени нива. Проактивното участие на индивидите при планирането на доходите им в пенсионна възраст с цел постигането на желан жизнен стандарт се утвърждава като ключов компонент на управлението на личните финанси. В това направление съществен потенциал имат продукти, проектирани по модела на ПЕПП, които повишават доверието на потребителите и им осигуряват по-висока степен на свобода.

## БИБЛИОГРАФИЯ

Бобева, Д., & Йоловски, Д. (2018). *Лични финанси: въведение*. София: Джуниър Ачийвмънт България.

Димитрова, Т. (2016). *Влияние на икономическата среда на ниски лихвени нива върху пенсионните фондове в страни-членки на ЕС от ЦИЕ*, Икономиката на България и Европейския съюз: Наука и бизнес. София: Св. Григорий Богослов.

Пандурска, Р. (2016). *Предизвикателства при избора за участие в едноколонен или многоколонен пенсионен модел* (Икономиката на България и Европейския съюз: Наука и бизнес. София: Св. Григорий Богослов.

Комисия за финансов надзор. (2020). *Информация за постигнатата доходност и равнището на инвестиционния риск при управлението на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване за 2019 г.*

Фискален съвет на България. (2020). *Становище относно Проект на Закон за бюджета на държавното обществено осигуряване за 2021 г.*

Кодекс за социално осигуряване. (2003).

РЕГЛАМЕНТ (ЕС) 2019/1238

Better Finance. (2020). *Pension Savings: The Real Return*. The European Federation of Investors and Financial Services Users.

OECD. (2019). *Pensions at a Glance 2019*. Paris

# КАПИТАЛОВИ ПЕНСИОННИ СХЕМИ В СТРАНИТЕ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА – РЕЗУЛТАТИ И ПЕРСПЕКТИВИ

Гл. ас. д-р Николина Марева  
ВУАРР – Пловдив, n.mareva@uard.bg

**Резюме:** Докладът се фокусира върху постигнатите резултати от капиталовите пенсионни фондове в Централна и Източна Европа (ЦИЕ) в контекста на предизвикателствата, породени от сътресенията на финансовите пазари и тяхното влияние както върху системата на публичните финанси, така и върху постигнатите инвестиционни резултати от пенсионните фондове. Целта е да се оценят в различни измерения причините и последиците от ограничаването на задължителните капиталови пенсионни схеми (II стълб) в някои страни от Централна и Източна Европа.

**Ключови думи:** пенсионни реформи, капиталови пенсионни схеми, страните от Централна и Източна Европа, инвестиционно представяне

**GEL кодове:** G22, G23, G28, H55

## Въведение

През 90-те години на миналия век източноевропейските страни стартираха реформи на пенсионните си системи от разходопокривен тип (PAYG) по предложение на Световната банка с цел да ограничат тяхната неустойчивост на рисковете от застаряване на населението, увеличаване продължителността на живот, намалената раждаемост, високите нива на сива икономика и безработица, които застрашително увеличиха фискалните дисбаланси. Освен това пенсионните системи в тези страни бяха изключително уязвими на политически натиск и злоупотреби. Реформите във функциониращите публични пенсионни системи на страните от ЦИЕ са част от демографските, икономическите, социалните и политическите промени в тези страни по пътя им към пазарна икономика и са обусловени от необходимостта за съкращаване на публичните разходи за пенсии и намаляване на натиска върху публичните финанси и стимулиране на икономически растеж.

За периода 1998-2008 страните от ЦИЕ реформираха пенсионните си системи по тристълбовия модел на Световната банка като въведоха капиталови пенсионни схеми със задължително и доброволно участие. Основната цел на тези промени беше



диверсификация на пенсионното финансиране и облекчаване на натиска на пенсионните разходи върху публичните финанси, за да бъде гарантирана платежоспособността на публичните пенсионни системи. Освен това въвеждането на капиталови пенсионни фондове в страни със слаборазвити капиталови пазари осигурява стабилен инструмент за тяхното развитие и оказва пряко влияние върху националните спестявания. Участието в капиталови пенсионни фондове засилва индивидуалния принос и индивидуалната отговорност на осигурените лица (Orszag, Stiglitz, 2001)

Капиталовите пенсионни схеми са особено чувствителни на финансови кризи, тъй като по-ниската възвръщаемост намалява стойността на активите им, а в същото време ниската доходност на инструментите на публичния дълг увеличава техните задължения. Разочароващите инвестиционни резултати на задължителни пенсионни фондове в някои източноевропейски страни предизвикаха обратни реформи с цел подобряване в краткосрочен план на състоянието на пенсионните системи. Редица изследвания обаче показват (Datz, G. & K. Dancsi (2013), Schwarz, A., & Arias, O. (2014), Bielawska, K., Chłoń-Domińczak, A., & Stańko, D. (2017), Chłoń-Domińczak, A. (2018)), че взетите решения за редуциране на капиталовите пенсионни схеми в страните от ЦИЕ не водят автоматично до подобряване фискалните дисбаланси и не биха могли да решат проблемите на пенсионните системи и да гарантират устойчивостта им в дългосрочен аспект.

Целта на доклада е след като бъде направен преглед на развитието на капиталовите пенсионни схеми в страните от ЦИЕ да се оценят в различни измерения причините и последиците от решенията за ограничаване на задължителния капиталов компонент (II стълб) в някои страни след световната финансова криза от 2008.

### **Пенсионни реформи в страните от ЦИЕ в началото на 21 век**

Пенсионните реформи в страните от ЦИЕ са част от икономическите реформи в тези страни по пътя им към пазарна икономика. Ситуацията през 90-те години на 20 век в тези страни се характеризира с нарастваща безработица, емиграционни процеси, демографски промени – намаляване на раждаемостта, застаряване на населението и т.н. Всички тези негативни тенденции в допълнение с масовото прилагане на ранно пенсиониране и раздутите социални разходи водят до натрупване на огромни дефицити в държавните пенсионни системи и ги поставят пред невъзможност да изпълняват своите задължения. В резултат на това пенсионните системи се сблъскаха с краткосрочните и дългосрочните предизвикателства устойчивост. Много от страните предприеха структурни реформи, преминавайки към многостълбови пенсионни системи и въвеждане

на капиталови пенсионни схеми. В допълнение бяха проведени и параметрични реформи за подобряване на фискалните дисбаланси в системите за държавно обществено осигуряване, които могат да бъдат обобщени в следните: постепенно увеличаване на пенсионната възраст, ограничаване на възможностите за ранно пенсиониране и затягане на условията за получаване на социални пенсии.

По-голяма част от бившите социалистически страни следват общия модел: задължително обществено осигуряване на разходопокривен принцип (PAYG) - I стълб, допълнително задължително с дефинирани вноски (DC) - II стълб и допълнително доброволно осигуряване (DC) – III стълб на пенсионната система (World Bank 1994). Вторият и третият стълб се управляват от частни пенсионни дружества. Въпреки това съществуват съществени различия в стратегиите за трансформиране на съществуващите пенсионни системи в зависимост от конкретните икономически, политически и социални фактори в отделните страни. Основните различия са по отношение величината на осигурителната вноска във втория стълб. Освен това се наблюдават по отношение определяне участниците в задължителните капиталови фондове (таблица 1). Във втория стълб участието беше определено като задължително за нови участници и съществуващите участници до определена възраст, като всички страни освен България създадоха възможност за доброволно участие на по-възрастните осигурени лица. Словения не въведе задължително допълнително пенсионно осигуряване от типа универсални пенсионни фондове, а само професионални пенсионни схеми, които са задължителни за тежки и опасни професии, за професии в публичния и банковия сектор. Чехия регламентира задължителните капиталови фондове през 2013, но те функционираха до началото на 2016. Друг важен момент беше, че всички страни (с изключение на Естония) използваха подхода на прехвърляне на част от действащата в момента пенсионно-осигурителна вноска във втория стълб, т.е част от приходите от вноски в разходопокривната система бяха използвани за изграждане на задължителното допълнително пенсионно осигуряване. В резултат на това загубата на дохода от вноски в PAYG пенсионна система трябваше да бъде компенсирана от други източници. Това доведе до разходи за преход, които се появиха във всички страни, но размерът на разходите за преход се различаваше в зависимост от вноските и броя на осигурените лица.

**Таблица 1. Основни характеристики на реформираните пенсионни системи в страните от ЦИЕ.**

страна	I стълб задължително обществено осигуряване(PAYG)	II стълб (задължително допълнително пенсионно осигуряване) - DC			III стълб (доброволно допълнително пенсионно осигуряване) - DC	
		Година на въвеждане	Размер на осигурителната вноска	Участие	Година на въвеждане	Участие
България	DB	2000	2002-2% 2018-5%	Задължително*	1994	доброволно
Естония	DB	2002	2002 – 6% 2018-6%	Задължително*	1998	доброволно
Латвия	NDC	2001	2001-2% 2018 – 6%	Задължително*	1998	доброволно
Литва	DB	2004	2004-2,5% 2018-5,5%	доброволно	2004	доброволно
Полша	NDC	1999	1999-7,3% 2018-2,92%	доброволно от 2014	1999	доброволно
Румъния	DB	2008	2008-2% 2018-3,75%	Задължително*	2004	доброволно
Словакия	DB (Точки)	2005	2005 – 9% 2018-4,25%	Задължително*	2003	доброволно
Словения	DB	2001		Задължително*	2001	доброволно
Хърватия	DB	2002	2002 – 5%		2002	доброволно
Чехия	DB/DC	2013	2013 – 5%	Задължително за периода 2013-2014	1994	доброволно
Унгария	DB	1998	1998- 6% 2018 – n.a	Доброволно от 2011	1994	доброволно

Източник: адаптирано от автора по (Bielawska, Chłoń-Domińczak, & Stańko, 2018);

(Schwarz & Arias, 2014); \*за нови и определени групи работници

Основните аргументи в подкрепа на пенсионните реформи могат да бъдат обобщени в следните: увеличаване на платежоспособността и устойчивостта на пенсионните системи в дългосрочен план; постигане на макроикономическа стабилност и ускоряване на икономическия растеж, нарастване на вътрешните спестявания, бързо развитие на капиталовия пазар, създавайки стабилна база от институционални инвеститори и повече пазарни стимули за работната сила (World Bank, 1994; Orszag, Stiglitz, 2001; Hirose, 2011).

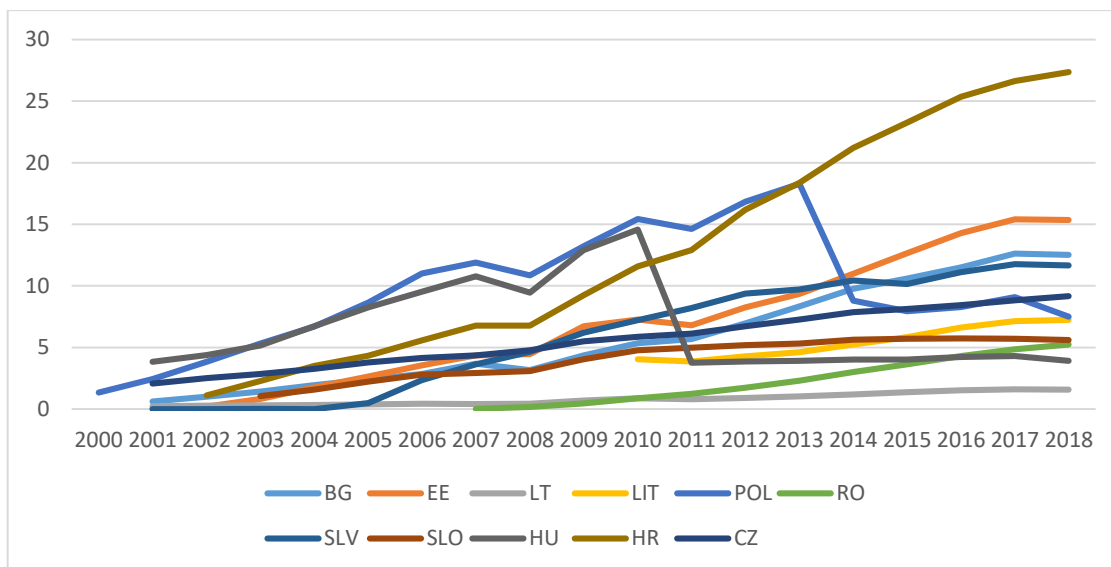
### **Развитие на капиталовите пенсионни схеми в страните от ЦИЕ.**

Периодът на въвеждане и развитие на допълнителното пенсионно осигуряване от капиталов тип започва по различно време в различните страни. Най-рано капиталовите пенсионни схеми са въведени в Полша и Унгария, а най-късно в Румъния. Общата тенденция е на нарастване на пенсионните активи и осигурените лица за времето от тяхното въвеждане до днес. За периода 2000-2008 г. в страните от ЦИЕ средния темп на растеж на БВП превишава 3%, икономическата ситуация е благоприятна и това оказва влияние върху тенденцията на растеж на пенсионните активи. Тази тенденция се нарушава след 2008 година, което е резултат от големите загуби, понесени от пенсионните фондове на капиталовите пазари и предприетите последващи мерки за редуциране на капиталовия елемент в редица страни, изразяващи се в намаляване на вноските и прехвърляне на активи към публичните пенсионни системи. Активите на пенсионните фондове в Полша и Унгария претърпяха сериозни спадове в резултат на прехвърлянето им обратно към държавното обществено осигуряване. В резултат на загубите, реализирани от пенсионните фондове при срива на световните капиталови пазари през 2008 и направените промени в отговор на кризата, активите на фондовете забавят растежа си през второто десетилетие на 21 век. Сред страните от ЦИЕ, само в Хърватия, България, Естония и Словакия активите на пенсионните фондове надвишават 10% от БВП, което е много под средна стойност за страните от ОИСР, която е около 50% от БВП (фиг. 1). В Хърватия пенсионните фондове отбелязват най-висок растеж спрямо БВП и стават втория по големина институционален инвеститор с активи, които възлизат на 27,35% от БВП през 2018 г.

През 2011 г. по-голяма част от фондовете се възстановиха от кризата. и съотношението на активите към БВП се увеличи в повечето страни (с изключение на Полша и Унгария. 2019 г. беше добра за пенсионните фондове по целия свят, но доброто инвестиционно представяне е подкопано от разпространението на COVID-19 по света и неговите въздействия върху финансовите пазари през първото тримесечие на 2020 г.

Предварителните оценки на ОИСР предполагат, че активите на пенсионните фондове в края на първото тримесечие на 2020 г. са спаднали до 29,8 трилиона щатски долара, което е с 8% по-малко в сравнение с края на 2019 г. (ОИСР, 2020 г.).

**Фигура 1. Активи на пенсионните фондове в страните от ЦИЕ като дял от БВП за периода 2000-2018, в %.**



Източник: OECD, Global pension statistic

Световната финансова криза доведе до значително увеличение на държавните дефицити и до натрупване на допълнителни държавни дългове в страните от ЦИЕ, тъй като правителствата направиха големи разходи, опитвайки се да стабилизират финансовите си сектори и да стимулират икономиките си (Таблица 2). В по-голямата част от страните от ЦИЕ държавният дефицит варира между 7-9% от БВП през 2009 и 2010 г., както е посочено в таблица 2. Докато в много страни дефицитите намаляват и регистрират положителни стойности през последните години Унгария, Полша, Латвия и Румъния все още се борят с дефицит.

Във всички страни от региона стойностите на публичния дълг спрямо БВП нарастват след кризата (Таблица 2). В Унгария, Хърватия и Словения нивата на дълга надхвърлиха прага от 60% от БВП в годините след кризата. Притиснати от невъзможността да се справят с високите нива на дефицит и акумулирането на допълнителен държавен дълг поради нарастване на разходите за преход от публичната пенсионна система към допълнителното задължително пенсионно осигуряване и от друга страна да спазват правила за ограничаване на държавния дефицит и държавния дълг наложени от Пакта за стабилност някои страни предприеха различни мерки за редуциране на капиталовия елемент в пенсионните си системи. Според някои автори

(Ortiz, Durán-Valverde, Urban, & Wodsak, 2018; Христов, Л., 2017) въвеждането на капиталови пенсионни схеми не е постигнало очакваните резултати, което е предпоставка за връщането към публичната пенсионна система. Трябва да бъде отбелязано, че въпреки прехвърлянето на активи от пенсионните фондове обратно към бюджета в Унгария и Полша държавните дългове на двете страни остават високи до края на разглеждания период.

**Таблица 2. Държавен дефицит / излишък и държавен дълг в % от БВП**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
България	1,6	-4	-3,1	-2	-0,3	-0,5	-5,4	-1,7	0,1	1,1	2	1,9
	13	13.7	15.4	15.2	16.7	17.1	27.1	26	29.3	25.3	22.3	20.2
Чехия	-2	-5,4	-4,2	-2,7	-3,9	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3
	28.1	33.4	37.1	39.7	44.2	44.4	41.9	39.7	36.6	34.2	32.1	30.2
Естония	-2,6	-2,2	0,2	1,1	-0,3	0,2	0,7	0,1	-0,4	-0,7	-0,5	0,1
	4.5	7.2	6.6	6.1	9.8	10.2	10.6	10	9.9	9.1	8.2	8.4
Хърватия	-2,9	-6,2	-6,5	-8	-5,5	-5,6	-5,5	-3,5	-0,9	0,8	0,2	0,4
	39.3	48.7	57.7	64.3	70.1	81.2	84.8	84.3	80.8	77.5	74.3	72.8
Латвия	-4,3	-9,6	-8,6	-4,1	-1,4	-1,2	-1,6	-1,4	0,2	-0,8	-0,8	-0,6
	18.6	36.8	47.9	43.7	42.2	40	41.6	37.1	40.4	39	37.1	36.9
Литва	-3,1	-9,1	-6,9	-8,9	-3,1	-2,6	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,6	0,3
	14.6	28	36.2	37.1	39.7	38.7	40.5	42.5	39.7	39.1	33.7	35.9
Унгария	-3,8	-4,8	-4,4	-5,2	-2,3	-2,6	-2,8	-2	-1,8	-2,4	-2,1	-2,1
	71.8	78.2	80.2	80.4	78.4	77.4	76.7	75.8	74.9	72.2	69.1	65.4
Полша	-3,6	-7,3	-7,4	-5	-3,8	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7
	46.7	49.8	53.5	54.7	54.4	56.5	51.1	51.3	54.2	50.6	48.8	45.7
Румъния	-5,4	-9,1	-6,9	-5,4	-3,7	-2,1	-1,2	-0,6	-2,6	-2,6	-2,9	-4,4
	12.3	21.8	29.6	34	37.1	37.6	39.2	37.8	37.4	35.1	34.7	35.3
Словения	-1,4	-5,8	-5,6	-6,6	-4	-14,6	-5,5	-2,8	-1,9	-0,1	0,7	0,5
	21.8	34.5	38.3	46.5	53.6	70	80.3	82.6	78.5	74.1	70.3	65.6
Словакия	-2,5	-8,1	-7,5	-4,3	-4,4	-2,9	-3,1	-2,7	-2,6	-0,9	-1	-1,4
	28.6	36.4	41	43.4	51.8	54.7	53.6	51.9	52.4	51.7	49.9	48.5

Източник: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/view/GOV\\_10DD\\_EDPT1](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/view/GOV_10DD_EDPT1)

Според Chłóń-Domińczak (2018), анализирайки причините породили тези обратни промени в дизайна на пенсионните системи на страните от ЦИЕ прави извод, че това са влошената фискална ситуация и повишените разходи за пенсии.

Всички от разглежданите страни предприемат действия, които оказват въздействие в една или друга степен на развитието на II стълб на пенсионните системи на тези страни. Мерките могат да бъдат обобщени в следните основни направления: регламентиране на възможност за излизане на осигурените лица (всички или определени групи) от фондовете за допълнително задължително осигуряване в пенсионен фонд и връщане към системата за държавно обществено осигуряване и предоставяне на възможност на новите участници за избор дали да участват във II-я стълб (България, Хърватска, Литва, Словакия, Румъния). Като по този начин правят участието във II-я стълб в известен смисъл доброволно. Две страни – Унгария и Полша изцяло премахват възможността за участие на новите осигурени лица в задължително допълнително пенсионно осигуряване. Други мерки, които са предприети от страните в региона са частично временно или постоянно намаляване на размера на задължителната вноска във II-я стълб (с изключение на България и Хърватия) или намаляване до 0% от 2011 в Унгария и за периода 2009-2011 в Естония.

#### **Инвестиционно представяне на капиталовите пенсионни фондове**

Постигнатата доходност от инвестиране на средствата на осигурените лица е един от най-значимите фактори, които оказват влияние върху размера на пенсионния доход от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване (Марева, 2019). Един от основните аргументи за редуциране на задължителните капиталови пенсионни фондове в страните от ЦИЕ беше неспособността им да постигат задоволителна доходност, която да гарантира адекватни пенсионни плащания в бъдеще. В таблица 3 са представени постигнатите номинална и реална доходност на капиталовите пенсионни фондове в страните от ЦИЕ за 1, 5 и 10 годишен период по данни на ОИСП. Основните моменти при анализа на доходността от пенсионните спестявания са; инвестиционни хоризонт, тъй като те са дългосрочна инвестиция; отчитане на реалната доходност, изчистена от влиянието на инфлацията, тъй като за дълъг период, натрупаната инфлация може да стопи размера на пенсионните активи и влиянието на таксите и комисионните, които пенсионните администратори удържат за сметка на осигурените лица.

**Таблица 3. Номинална и реална доходност на пенсионните фондове в страните от ЦИЕ в %**

	Номинална възвръщаемост на пенсионните фондове в %			Реална възвръщаемост на пенсионните фондове, %		
	2018	5-годишна средна норма	10-годишна средна норма	2018	5-годишна средна норма	10-годишна средна норма
България	-3,2	3,1	4,0	-6,0	2,2	2,5
Чехия	0,4	0,8	1,4	-1,6	-0,5	-0,1
Естония	-2,3	2,3	4,2	-5,5	0,7	2,2
Унгария	-1,7	5,0	n.a	-4,3	3,6	n.a
Латвия	-4,4	1,5	3,6	-6,7	0,0	2,2
Литва	-4,3	3,1	n.a	-6,0	1,7	n.a
Полша	-10,0	n.a	n.a	-11,1	n.a	n.a
Словакия	0,0	1,8	1,7	-2,0	1,1	0,4
Словения	-0,5	5,0	5,1	-1,9	4,3	3,8
Румъния	1,4	4,6	7,7	-1,7	3,4	4,8

Източник: OECD Global Pension Statistics, Pension Markets in Focus, 2019

В дългосрочен аспект средната норма на доходност е положителна величина в номинално и в реално изражение (с изключение на Чехия) според посочените данни в таблица 3. И въпреки това разглежданите периоди са твърде кратки от гледна точка на дългосрочното инвестиционно представяне на фондовете. Още повече, според Siegel, 2008, в дългосрочен план намалява вероятността за реализиране на отрицателна кумулативна доходност. Следователно, може да се направи заключение, че до финансовата криза, когато бяха взети решения за намаляване на участието в задължителните капиталови схеми периода не беше достатъчно дълъг, за да се отчете инвестиционното представяне на капиталовите пенсионни фондове. Основните фактори, които влияят върху представянето им са: разпределението на активите в портфейлите им, таксите и комисионните за сметка на бенефициентите, инфлацията, данъчното облагане, уменията на пенсионните мениджъри, инвестиционните регулации и ограничения.

Страните в ЦИЕ използват количествени ограничения, които в началото са доста строги по отношение максимално допустимият обем на инвестиции в определени видове

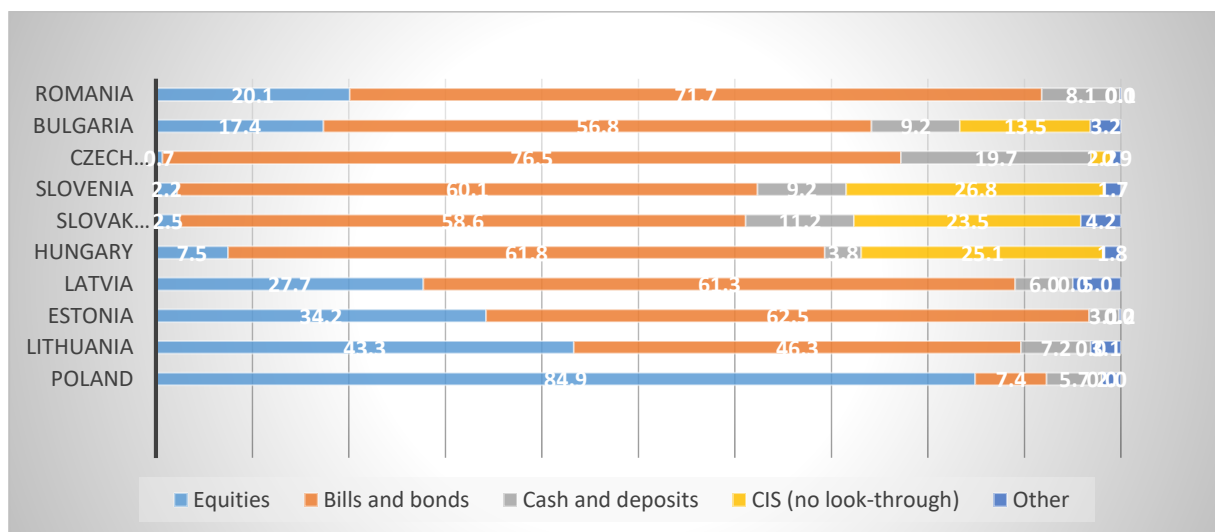


активи и ограничаване или забрана за инвестиции в определени активи, а в следствие всички страни предприемат мерки за либерализиране на ограниченията. Обикновено портфейлите на пенсионните фондове включват дългови ценни книжа, емитирани от държавата или финансови институции и фирми; акции, права и дялове, инвестиционни имоти, а също и банкови депозити (ОЕСД, 2017).

Формираните инвестиционни портфейли в голяма степен са резултат от законодателно въведените инвестиционни ограничения. Освен това поради липсата на опит и други фактори, като слабо ликвидни и лесно манипулируеми капиталови пазари в страните от ЦИЕ, пенсионните мениджъри формират портфейли, в които преобладават дългови ценни книжа, тъй като местните пазари не предлагат много алтернативни дялови инструменти. На фиг. 2 е представено разпределението на активите на пенсионните фондове през 2018 г. Аксиите преобладават в портфейлите на Полша, а напоследък техният дял нараства и в пенсионните портфейли в Литва. В Румъния и Чехия преобладават дълговите инструменти (над 70%).

В повечето страни от ЦИЕ поради задължителния характер на пенсиите от II стълб държавата регулира не само видовете такси, които могат да бъдат начислявани, но и техните максимално допустими нива (тавани). Организацията на индивидуалните сметки генерира по-високи разходи, отколкото при колективните пенсионни планове. При начисляването на такси се вземат предвид регулаторните разходи, първоначални частни инвестиции на администраторите в пазарна инфраструктура. Начините, които се използват в страните от ЦИЕ са различни. Таксите могат да бъдат начислени върху вноските, върху активите (например Естония), върху инвестиционното изпълнение или като комбинация (например Чехия, България). В допълнение в някои страни могат да бъдат начислявани такси при присъединяване или напускане на дадена пенсионна компания.

**Фигура 2. Разпределение на активите в портфейлите на пенсионните фондове през 2018 г.,**



Източник: OECD Global Pension Statistics, Pension Markets in Focus, 2019

### Заклучение

С оглед овладяване на влошената фискална ситуация след финансовата криза от 2008 г. страните от региона на ЦИЕ предприеха мерки за ограничаване ролята на задължителното капиталово осигуряване (II стълб) в пенсионните си системи. Тези промени не постигнаха намаляване на публичния дефицит и дълг (Полша и Унгария) или постигнаха краткосрочен ефект. В крайна сметка в резултат на направените промени ролята на II стълб беше ограничена. В светлината на демографските промени и прогнозираните темпове на застаряване на населението капиталовия принцип на пенсионно осигуряване със сигурност ще играе все по-съществена роля. За да насърчат по-високи нива на интерес и участие от страна на лицата, правителствата ще трябва да осигурят прозрачност в работата на частните пенсионни фондове, както и да повишат финансовата информираност и грамотност на бенефициентите. По-нататъшното развитие на капиталовия компонент на пенсионните системи в страните от ЦИЕ е наложително за правителствата и пенсионните администратори във връзка с повишаване ефективността на инвестиционни показатели и инвестиционни регулации, размера и структурата на таксите и разходите и гаранционните механизми. Не на последно място, при положение, че вторият стълб е доброволен, адекватността и финансирането на публична пенсионна система става още по-важно.

### **Използвана литература:**

1. Димитров, С., 2014. “Повишаване ефективността на осигуряването за капиталова пенсия: приложение в България“, Годишник на ВУЗФ, София, т. 10, 2014, с.1-44 ISSN 1312-7918.
2. Марева, Н., 2019 „Анализ на инвестиционната дейност на капиталовите пенсионни фондове в България“, дисертационен труд.
3. Aaron H. J. (1966). The social insurance paradox, Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 32, 371-374.
4. Beblavý, M. (2011). Why has the crisis been bad for private pensions , but good for the flat tax ? The sustainability of ‘ neoliberal ’ reforms in the new EU member states. CEPS Working Document.
5. Bielawska, K., Chłoń-Domińczak, A., & Stańko, D. (2018). Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis : causes and effects. Paper Presented at 2018 ASSA Meeting in Philadelphia.
6. Chłoń-Domińczak, A. (2018). Impact of changes in multi-pillar pension systems in CEE countries on individual pension wealth. Journal of Pension Economics and Finance, 17(1), 110–120. <https://doi.org/10.1017/S1474747216000238>.
7. Datz, G. & K. Dancsi (2013): The politics of pension reform reversal: a comparative analysis of Hungary and Argentina, East European Politics, DOI:10.1080/21599165.2012.759940
8. Drazenovic, B., V. Buterin, S. Nikolaj, 2019. Institutional challenges for mandatory pension funds in Central and Eastern Europe, [https://www.researchgate.net/publication/337759271\\_INSTITUTIONAL\\_CHALLENGES\\_FOR\\_MANDATORY\\_PENSION\\_FUNDS\\_IN\\_CENTRAL\\_AND\\_EASTERN\\_EUROPE](https://www.researchgate.net/publication/337759271_INSTITUTIONAL_CHALLENGES_FOR_MANDATORY_PENSION_FUNDS_IN_CENTRAL_AND_EASTERN_EUROPE)
9. Hirose, K., 2011. Pension Reform in Central and Eastern Europe in times of crisis, austerity and beyond, International Labour Organization, Budapest
10. EUROSTAT <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/>
11. IPE, 2019 Second-pillar pensions in Central & Eastern Europe. <https://www.ipe.com/pensions/country-reports/cee/>
12. Marcinkiewicz, E., 2018. Factors Affecting the Development of Voluntary Pension Schemes in CEE Countries: A Panel Data Analysis, Central European Economic Journal , Volume 3: Issue 50, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1515/ceej-2017-0015>

13. OECD (2017) Pensions at a Glance 2017; OECD and G20 Indicators, OECD Publishing, Paris. [https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migrationhealth/pensions-at-a-glance-2017\\_pension\\_glance-2017-en#page1](https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migrationhealth/pensions-at-a-glance-2017_pension_glance-2017-en#page1)
14. OECD, 2019. Pension Markets In Focus. Pension Markets in Focus, (9), 1–28. <https://doi.org/Issue 9>
15. OECD, 2020. Pension Funds in Figures 2020, (June).
16. OECD, Pension global statistics, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/globalpensionstatistics.htm>
17. Orszag, P. R., Stiglitz, J. E., 2001. Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems, (Holzmann, R., Stiglitz, J. E. ed.) New Ideas about Old Age Security-Toward Sustainable Pension Systems in the 21 st Century, The World Bank. [https://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/sites/jstiglitz/files/2001\\_Rethinking\\_Pension\\_Reform\\_Ten\\_Myths.pdf](https://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/sites/jstiglitz/files/2001_Rethinking_Pension_Reform_Ten_Myths.pdf).
18. Schwarz, A., & Arias, O. (2014). The Inverting Pyramid. Pension Systems Facing Demographic Challenges in Europe and Central Asia. Washington: World Bank.
19. Siegel J. (2008). Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Financial Strategies, 4th ed., The McGraw Hill.
20. Siegel J. (2008). Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Financial Strategies, 4th ed., The McGraw Hill.
21. World Bank. (1994). Averting the old age crisis : policies to protect the old and promote growth. Washington DC: World Bank. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/973571468174557899/Averting-the-old-age-crisis-policies-to-protect-the-old-and-promote-growth>.

# THE ROLE OF INFORMATION DOCUMENTS IN PERSONAL SAVINGS PRODUCTS – PEPP KEY INFORMATION DOCUMENT AND PEPP BENEFIT STATEMENT

Jivka Stoilova-Nikolova

Doctor in Commercial Law, Institute for the State and the Law,

Bulgarian Academy of Sciences

[jivka.stoilova@gmail.com](mailto:jivka.stoilova@gmail.com)

**Abstract:** Regulatory and market pressure will continue to be strong business drivers. The consumer's need for product information and the legal requirements for its provision are increasing. The PEPP KID and the PEPP BS are important information tools empowering consumers to make informed decisions concerning their financial future after retirement. Market participants that can develop successful models and practices for providing relevant and understandable information to their customers will gain competitive advantage.

**Key words:** pan-European personal pension product, key information document, benefit statement.

JEL Codes: G38, K12.

## INTRODUCTION

One of the main purposes of the EU legislative reform undertaken after the financial crisis of 2007/2008 was to rebuild consumer confidence in the financial markets. Two key market failures were identified: asymmetries of information and principal/agent issues. Therefore, the European legislator focused on two regulatory areas: rules on product transparency and rules on selling practices. Special attention has been paid to the development of the European legislative framework for improving retail financial products transparency and mandatory disclosures. In the last few years a number of EU legislative acts have addressed this area – such as the UCITS IV Directive, MiFID II, the PRIIPs Regulation. Following these trends the PEPP Regulation<sup>187</sup> establishes information disclosure as a tool aimed at enhancing consumer decision-making and supporting consumer monitoring.

---

<sup>187</sup> Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) (OJ L 198, 25.7.2019, p. 1).

This study focuses on two information documents - the PEPP key information document (PEPP KID) and the PEPP benefit statement (PEPP BS) as key elements of the PEPP disclosure regime. The paper starts with an analysis of the PEPP KID as a pre-contractual information document and the basic requirements concerning its form, content and provision to consumers, followed by an in-depth review of the PEPP BS as an information document provided to PEPP savers during the accumulation phase. When analyzing the European legal framework one of the conclusions that can be drawn is that PEPP disclosure rules focus to a materially greater extent on format, standardization and processability following the same regulatory approach adopted by the UCITS IV Directive and the PRIIPs Regulation.

The paper includes also an analysis and a comparison between the PEPP KID and the PEPP BS, on the one hand, and the relevant information documents to be provided to persons insured in a voluntary pension fund under the Bulgarian law, on the other. The conclusion is that the Bulgarian regulatory requirements applicable to the discussed documents have to be revised in order to improve product transparency and thus ensure higher level of consumer protection.

It is also important for PEPP providers and PEPP distributors to be aware of the legal consequences of non-compliance with regulatory requirements regarding the preparation and provision of information documents to consumers. That is why the report examines some problematic issues related to the liability of PEPP providers and PEPP distributors for infringement of the PEPP information disclosure rules.

The main research methods applied in the study are: the method of regulatory analysis and the comparative law method, the induction method and the deduction method. The report includes a critical analysis of some of the regulations concerning information disclosure. Proposals are made for changes in the Bulgarian legislation which address problematic regulatory gaps and will improve the legislative framework for the benefit of consumers.

### **PEPP KEY INFORMATION DOCUMENT**

Characteristic features of PEPP are that it requires long term commitment, usually the contributions are paid regularly over a long period of time and there are limited possibilities of early withdrawal before retirement. Therefore, it is of particular importance that the potential PEPP saver receives the necessary information in order to choose a product which would best meet his or her demands and needs.

Contract law considers the pre-contractual stage to be essential as it defines the terms of the future contractual relationship. Pre-contractual information should enable consumers to become familiar with key product features and compare different personal pension products, assess whether the product fits their personal needs and preferences and make informed decisions.

For rules on pre-contractual disclosures the PEPP KID has been developed using as a starting point the PRIIPs KID<sup>188</sup>. The PRIIPs KID in turn was designed using as a benchmark the KIID developed for UCITS. That is why the key information document for PEPPs will be a familiar information tool for consumers. However, it should be noted that PEPP is a personal savings product with an explicit retirement objective. To this effect while the purpose of the UCITS KIID and the PRIIPs KID is to make it easy for investors to compare different investment possibilities and make informed investment decisions<sup>189</sup>, the purpose of the PEPP KID is to enable retail investors to compare and choose the most appropriate personal pension product and thus plan their retirement savings. The PEPP KID is built on the same basic principles as PRIIPs KID<sup>190</sup>:

1. It must provide key information, which is necessary to consumers to make informed financial decisions.
2. Information must be fair, clear and not misleading. The requirement for fair, clear and not misleading information is a specific expression of the general obligation to act fairly in the customer's best interests<sup>191</sup>. The fair treatment principle originally adopted in MiFID I, followed by MiFID II and the Insurance Distribution Directive (IDD), requires companies when selling investment products to clients to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of their clients<sup>192</sup>. The adoption of the fair treatment principle in the PEPP Regulation aligns conduct-of-business requirements for PEPPs distribution with the conduct-of-business rules under MiFID II and IDD.
3. The information must be provided in a form which is understandable and usable by consumers - the KID must be short and simple and focused on key messages.

---

<sup>188</sup> See EIOPA. EIOPA's Advice on the Development of an EU Single Market for Personal Pension Products (PPP). EIOPA-16-457. 04 July 2016, pp. 30-31, [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/eiopas\\_advice\\_on\\_the\\_development\\_of\\_an\\_eu\\_single\\_market\\_for\\_personal\\_pension\\_products.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/eiopas_advice_on_the_development_of_an_eu_single_market_for_personal_pension_products.pdf).

<sup>189</sup> EIOPA OPSG, OPSG Feedback Statement on EIOPA Good practices on information provision for DC schemes – Enabling occupational scheme members to plan for retirement. EIOPA-OPSG-13-06, p. 4, [https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Stakeholder%20Opinions/EIOPA-OPSG-13-06\\_OPSG\\_Feedback\\_statement\\_on\\_EIOPA\\_Good\\_practices\\_on\\_information\\_provision\\_for\\_DC\\_schemes.pdf](https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Stakeholder%20Opinions/EIOPA-OPSG-13-06_OPSG_Feedback_statement_on_EIOPA_Good_practices_on_information_provision_for_DC_schemes.pdf); Recital 15 of the PRIIPs Regulation.

<sup>190</sup> See CEC, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Packaged Retail Investment Products. 30.04.2009, COM (2009) 204 final, p. 10, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009DC0204&from=EN>.

<sup>191</sup> See EIOPA, Consultation Paper on the Creation of a Standardised Pan-European Personal Pension Product (PEPP). EIOPA-CP-15/006. 03.07.2015, p. 34, <https://www.eiopa.europa.eu/content/creation-standardised-pepp>.

<sup>192</sup> See **Moloney, N.** EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition. Oxford University Press, 2014, p. 800.

4. The information must be provided in a timely fashion - this means at a sufficiently early point in the decision-making process, i. e. in good time before PEPP savers are bound by any PEPP contract or offer relating to that PEPP contract<sup>193</sup>. The decision when exactly to provide the KID is left to the discretion of the person advising on or selling a PEPP who shall assess the time needed by the prospective or current PEPP saver taking into account the prerequisites set forth in the regulatory technical standards<sup>194</sup>.

Strong competition between PEPP and other PPPs is expected since these products are offered in the same market and target customers with a similar profile. From customer's point of view competition between providers and products leads to better service and higher product quality<sup>195</sup>. That is why it is important that the key information document contains all the information a consumer needs to understand and compare different pension products and make an informed decision. PEPP KID is a stand-alone document clearly separate from market materials. It is designed as a highly standardized document with the purpose to facilitate comprehensibility and comparability across a range of products. It shall be subject to a regular review by PEPP providers.

There is also such a requirement to provide a pre-contractual information document to a person prior to the conclusion of a contract for voluntary pension insurance under the Bulgarian law. It is of scientific interest to compare this document with the standard template for the PEPP KID<sup>196</sup> and see whether it provides key information necessary for decision-making. According to the Bulgarian law the document must contain: 1) Basic information about the insurance in voluntary pension funds: persons entitled, conclusion of the contract, contributions, benefits, switching between providers, tax incentives; 2) Information on the key features of the pension fund: retirement benefits, investment purposes, limitations on investments, return on investment, investment risk, fees and charges, guarantees. It also answers the questions how the pension fund member may complain and where to get additional information.

---

<sup>193</sup> See Article 33 (1) of the PEPP Regulation. This is regardless of the obligation of the PEPP provider to publish the PEPP KID on its website before a PEPP is proposed to PEPP savers (Article 26 (1) of the PEPP Regulation).

<sup>194</sup> See EIOPA's proposal – draft Commission Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on information documents, on the costs and fees included in the cost cap and on risk-mitigation techniques for the pan-European Personal Pension Product (draft Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2019/1238) – Article 9, [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/eiopa-20-500\\_pepp\\_draft\\_rtss.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/eiopa-20-500_pepp_draft_rtss.pdf).

<sup>195</sup> **Dimitrov, St.** Readiness of Bulgaria to participate in the system of a pan-European personal pension product, VUZF Review, ISSN: 2534-9228, 2017, vol. 2, pp. 69 – 78.

<sup>196</sup> See EIOPA's proposal – draft Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2019/1238 – Annex I.



Following the legal requirements the Bulgarian information document provided to prospective insured persons suffers from significant shortcomings:

1. There is no clear information on the purpose of the product and target customers.
2. Regarding the risk – there is no distinctive risk description and the risk indicator which is used is difficult to understand. According to the Bulgarian law the standard deviation of return for the last 5 years should be presented. Although it can be one of the risk indicators, it is complex and requires financial literacy and additional information to be understood. As a result, for non-professionals, such as the majority of people interested in saving for retirement, it is difficult to assess the risk profile of the product, the level of risk and to determine whether the product corresponds to their risk tolerance.
3. Regarding past performance – the indicator used is the nominal return on investment, there is no information on real return on investment. Since the real return indicator takes into account the rate of inflation, providing information on this indicator will show whether the pension company has succeeded in outperforming inflation in the management of the accumulated funds thus not allowing pension scheme members to lose savings in real terms. In addition, it would be useful to complement the data on past performance with a comparison with a relevant benchmark in order to enable consumers to assess how the company has performed in the past. As Dimitrov points out<sup>197</sup>, using benchmarks leads to higher transparency and higher product quality. Furthermore, the practice following the legal requirements is to present information only for the last 5 years. However, the provision of information for a period of 10 years would be more appropriate as it corresponds to the long-term nature of the product and avoids presenting short term volatility. Indeed past performance is not indicative of future performance but information on past performance will allow consumers to see how the company has performed in the past and whether it has achieved its stated investment objectives.
4. The existing rules under the Bulgarian law do not require the presentation of performance scenarios. Documents prepared in accordance with these rules do not answer the question what a person will get in return, there are no projections of future retirement income which would allow customers to assess whether the product will meet their needs and individual retirement objectives. It should be noted that pension companies provide on their websites pension calculators. However, these are not performance scenarios as described in the standard template for PEPP.

---

<sup>197</sup> **Dimitrov, St.** Adequate and sustainable pensions - where is the balance between pay-as-you-go public pensions and capital pensions, VUZF Review, ISSN: 2534-9228, 2018, vol. 3, pp. 57-67.

5. Finally, there is no clear information what happens if the pension company is unable to pay out.

In summary, in our opinion, this type of information is key in the individual decision-making process. If such information is missing, it means that when deciding whether to invest in a pension product offered by a voluntary pension fund the customer will heavily rely on consultations and advice provided by the pension company employees or intermediaries. This may lead to a potential conflict of interest for which the company will be liable in the end. The conclusion is that the existing pre-contractual information document under the Bulgarian law has to be revised in order to include key information on risks, past performance, performance scenarios and thus improve the quality of the information provided. These changes will contribute to better understanding of the products of voluntary pension insurance offered by the Bulgarian companies and will facilitate their comparison with other similar products such as PEPP.

### **PEPP BENEFIT STATEMENT**

Information disclosure is important for PEPP holders not only prior to the conclusion of the contract but also during the term of the contract. The PEPP BS is designed as an information tool that allows PEPP holders to receive key information on a personalised basis about their savings during the accumulation phase. As EIOPA notes, the disclosure of information in the Pension Benefit Statement (PBS) is a very important part of keeping pension scheme members updated with vital information relating to their savings and projected benefits<sup>198</sup>. This document allows a member to assess a part of their financial situation and consider if there are any actions the member can take<sup>199</sup>. Such actions can be change in contribution rates, change of investment options, switches between providers. Although the said refers to the PBS under IORP II Directive it applies also to the PEPP BS. The PEPP BS like the PBS is designed with a behavioural purpose and contains key information relevant to each PEPP saver<sup>200</sup>. It can easily be noticed from the review of the standard template for PEPP BS<sup>201</sup> that it follows the same principles on which is developed the PEPP KID: the document is short and concise, in a standardized format, focused only on key information, comprehensible.

---

<sup>198</sup> EIOPA, Implementation of IORP II: Report on the Pension Benefit Statement: Guidance and Principles Based on Current Practices, November 2018, p. 6, [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-outlines-principles-and-guidance-pension-benefit-statement\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-outlines-principles-and-guidance-pension-benefit-statement_en).

<sup>199</sup> Ibid.

<sup>200</sup> EIOPA, Op. cit., p. 8.

<sup>201</sup> See EIOPA's proposal - draft Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2019/1238 – Annex II.

The provision of information in the form of annual statements to the pension scheme members during the term of the pension insurance contract already has a long standing practice in Bulgaria. The content and the form of the statements comply with the existing legal requirements. It is sent to each pension fund member once a year free of charge. Although the document is tailored to the specifics of the insurance in a voluntary pension fund it is interesting to make a comparison between this document and a PEPP BS. The annual statement under the Bulgarian law is a stand-alone document in a standardized format, short and concise, and the information contained is personalized. Besides the name of the pension fund, name and other personal details concerning the pension fund member, it contains the following information about: the total amount of money in the individual account as per year-end and as per the previous year-end; number of units (the contributions paid in are converted in units according to the Bulgarian law) and value of one unit as per year-end and as per the previous year-end; individual account activity during the past year - contributions paid in, costs withheld, contributions paid in net of costs, number of units and value of one unit on the relevant date; where additional information on costs, annual financial statements, rules and investment policy of the pension fund can be received; whether there have been any significant changes in the relevant information provided with the previous annual statement. Comparing the annual statement and the standard template for PEPP BS<sup>202</sup> one can easily notice that the document under the Bulgarian law lacks key information as follows:

1. There is no clear information on the total return on investment allocated to the pension fund member individual account, although the document provides data on the total value of “the pension pot” as of a certain date. The total return on investment net of costs allocated to the individual account is a key indicator showing how the pension company has managed the accumulated funds during the past year. When such information is missing the only indicator is the value of one unit at the beginning and at the end of the period. If a contribution has been made in the form of a single instalment one can easily calculate the return on investment taking into consideration the change of the value of units at the beginning and at the end of the year, while the number of units remains the same. But this will be difficult if the pension fund member makes regular monthly contributions and the number of units has changed.
2. Furthermore, there is no information on past performance nor is there a link where a person can get such information.

---

<sup>202</sup> See EIOPA’s proposal - draft Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2019/1238 – Annex II.

3. Another significant key information element which is missing is the information on pension projections.

In conclusion, including the above information in the annual statements would help pension fund members to better understand the status of their pension savings and make certain decisions if necessary, such as increase of contribution rates, extension of the pay-in phase or change of the pension company. Therefore, in our opinion, the information document under the Bulgarian law needs to be revised in order to improve the quality of the information provided to consumers.

As already mentioned above, in the last years the European legislator focuses not only on the matter that information has to be provided but also on the manner and means of providing information. The PEPP Regulation is no exception. In principle, target customers for PEPPs are young people who prefer to receive information, compare different products, search for an appropriate product and make purchases online. Furthermore, the coronavirus/COVID-19 situation has led a wider group of people to take advantage of digital services. Recently the demand for digital services and online trading is growing and companies that succeed in developing this distribution channel will gain competitive advantage. In this regard the PEPP Regulation sets forth a fully digital disclosure and distribution regime for PEPPs. The draft Delegated Regulation supplementing Regulation (EU) 2019/1238 also first provides for presentation of information documents in an online environment. Special attention is paid to the way the information is provided and the layering of information. Digital and online communication reveals additional opportunities to present key information so that it can be easily accessible and understandable.

## **LIABILITY**

According to Article 31 of the PEPP Regulation the PEPP provider shall not incur civil liability solely on the basis of the PEPP KID, but he may be liable in the event that: the PEPP KID is misleading, inaccurate or inconsistent with the relevant parts of legally binding pre-contractual and contractual documents; the PEPP KID does not meet the requirements laid down in Article 28 of the Regulation, in particular if the document does not contain the key elements of information specified in this Article; the information is not presented in the required form and manner. In this regard the PEPP Regulation sets out requirements for layering of information when PEPP KID is provided in an electronic format. The regulatory technical standards adopted by the Commission shall specify which information shall be included in the first layer and which shall be in the additional layers. This raises the question of how well-founded the claim

of a person is who alleges that he has not effectively received the necessary information or he has been misled, because key elements of the information were included in the second and third layers and not in the first<sup>203</sup>.

It is important to note that a PEPP saver may claim damages from the PEPP provider in accordance with national law only if he demonstrates loss resulting from reliance on a PEPP KID under the circumstances referred to above, when concluding a PEPP contract for which that PEPP KID was produced.

There are no explicit provisions in the PEPP Regulation for civil liability of PEPP providers in connection with the PEPP BS. However, this circumstance should not preclude the civil liability of the PEPP provider on the grounds of the more general requirement for fair, clear and not misleading information in the event of providing a PEPP BS that does not meet the requirements laid down in the PEPP Regulation. In this case the same principles for holding the PEPP providers civilly liable with regards to the PEPP KID should apply. First, the PEPP provider shall not incur civil liability solely on the basis of the PEPP BS. Second, the PEPP provider may incur civil liability only if the PEPP saver proves loss resulting from reliance on a PEPP BS that does not meet the requirements of the PEPP Regulation when making decisions concerning his retirement savings (for instance choosing another investment option). The PEPP saver may claim damages for that loss in accordance with national law.

In addition to civil liability, PEPP providers may also incur administrative liability for breach of information disclosure rules laid down in the PEPP Regulation. The administrative penalties and other measures shall apply without prejudice to the right of Member States to provide for and impose criminal sanctions for infringements of the PEPP Regulation.

Last but not least, although there are no explicit provisions in the PEPP Regulation to that effect, a PEPP distributor may also incur civil liability for breach of PEPP disclosure rules and PEPP savers may claim damages from the PEPP distributor in accordance with national law.

## **CONCLUSION**

The topics discussed in this paper reveal problem areas related to the business model of distribution of insurance, pension and savings products. On one side, regulatory pressure will continue to be a strong business driver, on the other side, market pressure is of equal significance. Strong competition in retail financial markets becomes global with fewer

---

<sup>203</sup> See EIOPA, EIOPA's Consultation on the PEPP. EIOPA-OPSG-20-13. EIOPA-IRSG-20-14. 28 Feb. 2020, p. 34, <https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/sg/opsg-20-13-irsg-20-14-joint-advice-on-pepp-consultation.pdf>.

distinctions between investment and savings opportunities. This phenomenon affects the perspective of legislators but also changes the market behavior of the average consumer in the digital era. The consumer's need for information and the legal requirements for its provision are increasing. The market participants that can adapt to and address this demand and trends will gain a competitive advantage and will get something that is invaluable in long-term commercial relations - customer trust and loyalty.

## REFERENCES

1. CEC, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Packaged Retail Investment Products. 30.04.2009, COM (2009) 204 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009DC0204&from=EN>.
2. Dimitrov, St. Readiness of Bulgaria to participate in the system of a pan-European personal pension product, VUZF Review, ISSN: 2534-9228, 2017, vol. 2, pp. 69 – 78.
3. Dimitrov, St. Adequate and sustainable pensions - where is the balance between pay-as-you-go public pensions and capital pensions, VUZF Review, ISSN: 2534-9228, 2018, vol. 3, pp. 57-67.
4. EIOPA, EIOPA's Advice on the Development of an EU Single Market for Personal Pension Products (PPP). EIOPA-16-457. 04 July 2016, [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/eiopas\\_advice\\_on\\_the\\_development\\_of\\_a\\_n\\_eu\\_single\\_market\\_for\\_personal\\_pension\\_products.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/eiopas_advice_on_the_development_of_a_n_eu_single_market_for_personal_pension_products.pdf).
5. EIOPA, Consultation Paper on the Creation of a Standardised Pan-European Personal Pension Product (PEPP). EIOPA-CP-15/006. 03.07.2015, <https://www.eiopa.europa.eu/content/creation-standardised-pepp>.
6. EIOPA, Implementation of IORP II: Report on the Pension Benefit Statement: Guidance and Principles Based on Current Practices, Nov. 2018, [https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-outlines-principles-and-guidance-pension-benefit-statement\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-outlines-principles-and-guidance-pension-benefit-statement_en).
7. EIOPA, EIOPA's Consultation on the PEPP. EIOPA-OPSG-20-13. EIOPA-IRSG-20-14. 28 Feb. 2020, <https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/sg/opsg-20-13-irsg-20-14-joint-advice-on-pepp-consultation.pdf>.
8. EIOPA OPSG, OPSG Feedback Statement on EIOPA Good practices on information provision for DC schemes – Enabling occupational scheme members to plan for retirement. EIOPA-OPSG-13-06, [https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Stakeholder%20Opinions/EIOPA-OPSG-13-06\\_OPSG\\_Feedback\\_statement\\_on\\_EIOPA\\_Good\\_practices\\_on\\_information\\_provision\\_for\\_DC\\_schemes.pdf](https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Stakeholder%20Opinions/EIOPA-OPSG-13-06_OPSG_Feedback_statement_on_EIOPA_Good_practices_on_information_provision_for_DC_schemes.pdf).
9. Moloney, N. EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition. Oxford University Press, 2014.

# ДОБРИ ПРАКТИКИ ПРИ ФИНАНСИРАНЕ ЧРЕЗ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР НА МАЛКИТЕ И СРЕДНИ ПРЕДПРИЯТИЯ (НА ПРИМЕРА НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ В ПОЛША И РУМЪНИЯ)

Снежана Йотинска,  
Докторант, ВУЗФ, гр. София, *snezhana.yotinska@gmail.com*

## GOOD PRACTICES FOR FINANCING THROUGH THE CAPITAL MARKET OF THE SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES (ON THE EXAMPLE OF THE CAPITAL MARKETS IN POLAND AND ROMANIA)

*Snezhana Yotinska, PhD Student, VUZF University, Sofia*  
*snezhana.yotinska@gmail.com*

**Резюме:** Създаването на сегменти за малките и средни предприятия (МСП) към традиционните фондови борси е тенденция в световен мащаб през последните няколко години. В Европа, подкрепата за достъпа до финансиране чрез капиталовия пазар на МСП и подобряване на баланса между банковото и пазарното финансиране, е в основата на изграждането на съюза на капиталовите пазари. За българския капиталов пазар, възможността за финансиране на МСП и стартиращи компании чрез капиталовия пазар при облекчени условия е новост, свързана с прилагане на европейското законодателство в областта на финансовите пазари и с изграждането на пазар за растеж на МСП.

**Ключови думи:** капиталов пазар, пазари за растеж на МСП

**JEL code:** G01, G14, G23

**Abstract:** The creation of segments for the small and medium-sized enterprises (SMEs) in traditional stock exchanges has been a global trend in the last few years. In Europe, supporting access to finance through the capital market for SMEs and improving the balance between banking and market finance is at the heart of the building of the Capital markets union. For the Bulgarian capital market, the opportunity of financing SMEs and start-ups through the capital market under facilitated conditions is a novelty, related to the implementation of European legislation in the field of financial markets and with the creation of SME growth market.

**Keywords:** capital market, SME Growth Markets

JEL code: G01, G14, G23

Разработването на сегменти за малките и средни предприятия (МСП) към традиционните борси е тенденция в световен мащаб през последните петнадесет години. Независимо от тази тенденция, европейските предприятия традиционно се финансират главно чрез банките (76%) и значително по-малко чрез небанково финансиране (24%) за разлика от американската икономика, където финансовата система е пазарно ориентирана и капиталовите пазари имат водеща роля. Подобряването на достъпа за финансиране чрез капиталовия пазар на европейските МСП е в основата на инициативата на Европейската комисия (ЕК) от 2014 г. за създаване на съюз на капиталовите пазари. С неговото изграждане се цели да се намали фрагментацията на финансовите пазари в страните-членки на Европейския съюз (ЕС) и да се диверсифицира финансирането на европейската икономика чрез засилване ролята на капиталовите пазари. Сред основните приоритети на единния капиталов пазар е и подобряването на достъпа до финансиране на целия европейски бизнес и по-специално на МСП.<sup>204</sup>

В статията синтезирано се представя новата европейска правна рамка в областта на финансовите пазари и се акцентира върху същностните характеристики на пазарите за растеж на МСП. В съдържателен аспект се разглеждат добрите практики при финансиране чрез капиталовия пазар на малкия и средния бизнес, на примера на Варшавската и Букурещката фондови борси. Сравнителният анализ с полския капиталов пазар е свързан с представянето на опита на най-голямата по пазарна капитализация борса в Централна и Източна Европа (ЦИЕ) – Варшавската фондова борса. Изборът за съпоставка с опита на Румъния, е продиктуван от едновременното приемане в началото на 2007 г. на Румъния и България в ЕС, както и от сходните към този период проблеми и цели за развитие на румънския и българския капиталови пазари.

За българския капиталов пазар, възможностите за финансиране на МСП и стартиращи компании чрез капиталовия пазар при облекчени условия за листване са новост и са един от приоритетите за развитие на пазара в средносрочен план. В края на 2018 г. Българска фондова борса (БФБ) получи одобрение от регулаторния орган за

---

<sup>204</sup> Вж. Европейска комисия (2015), *Зелена книга, Изграждане на съюз на капиталови пазари*, Брюксел, 18.2.2015 г. COM (2015) 63 final; както и Европейска комисия (2015), *Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите, План за действие за изграждане на съюз на капиталовите пазари*, Брюксел, 30.9.2015 г., COM (2015) 468 final;



организиране на пазар за растеж на МСП BEAM (Bulgarian Enterprise Accelerator Market), с което на практика към края на 2019 г., БФБ е сред осемте лицензирани борсови оператори на подобен род пазари в рамките на ЕС.

### **Нова европейска регулация в областта на финансовите пазари. Пазари за растеж на МСП (SME Growth Markets)**

Съществуването на добри практики при финансиране чрез капиталовия пазар на малкия и среден бизнес не е новост за европейската икономика. В Европа, първият пазар, специално разработен за МСП е Alternative Investment Market (AIM), който е създаден през 1995 г. на Лондонската фондова борса. Други по-важни примери за такива сегменти са Entry Standard (2005 г., Deutsche Börse), Enter Next и Alternext (2005 г., Euronext), First North Alternative market (2005 г., NASDAQ Nordics & Baltics), Oslo Axess (2007 г., Oslo Bors), NewConnect (2007 г., Варшавска фондова борса, GPW), MAB Expansion (2009 г., Испанска фондова борса, BMA), AIM Italia (2012 г., Италианска фондова борса, Borsa Italiana), AeRO (2015 г., Букурещка фондова борса, BVV) и др.

Независимо от тази тенденция, за Европа е характерно, че структурите на финансово посредничество са банково ориентирани за разлика от САЩ, където финансовият сектор е пазарно ориентиран. Ежегодните проучвания на достъпа до финансиране на малките и средните предприятия в ЕС, провеждани от ЕК и Европейската централна банка (ЕЦБ) показват, че банковите заеми са предпочитан източник за финансиране на МСП в ЕС.<sup>205</sup> Според оценките на ЕК към края на 2017 г. от двадесет милиона МСП в Европа, само три хиляди се финансират чрез капиталовия пазар и обемът на първичните публични предлагания на МСП е едва 50% от този през 2006-2007 г.

Приоритетите на ЕС в областта на възстановяване на доверието във финансовите пазари след световната финансова и икономическа криза от 2008 г. и в предоставянето на облекчен достъп до финансиране на МСП са свързани с въвеждането на нова правна рамка за финансовите пазари. С новите правила се цели засилване защитата на инвеститорите, както и промяна в тенденцията при финансирането на европейските МСП и увеличаване дела на финансовото посредничество чрез капиталовите пазари.

---

<sup>205</sup> Вж. European Commission, Survey on the access to finance of enterprises (SAFE), Analytical Report 2019, November, 2019, p.11

Новата европейска регулаторна рамка включва - Директива за пазарите на финансови инструменти II (Markets in financial instruments directive, MiFID II), Регламент относно пазарната злоупотреба (Market Abuse Regulation, MAR) и Регламент относно проспекта.

**Директивата MiFID II**, бе въведена в началото на 2018 г. в страните-членки на ЕС и с нея се уреждат основните обществени отношения на пазарите на финансови инструменти в ЕС. В директивата е предвидена и нова категория пазари — пазари за растеж на МСП (SME Growth Markets). В българското законодателство новите правила на ЕС бяха въведени чрез промени в Закона за пазарите за финансови инструменти (ЗПФИ) и влязоха в сила от февруари 2018 г.

Пазарите за растеж на МСП представляват многостранна система за търговия (МСТ), на която най-малко 50% от емитентите на търгуваните инструменти са МСП.<sup>206</sup> Основната цел на създаването на пазарите за растеж на МСП е да се осигури възможност на малкия и среден бизнес да набира капитал при облекчени условия, включващи пониски регулаторни изисквания и намалена административна тежест, в сравнение с компаниите, които се търгуват на регулиран пазар. Отличителна черта на този тип пазари е, че в зависимост от жизнения цикъл на компаниите, те се явяват междинно звено между финансирането с частни капитали и финансирането чрез регулирания пазар. Друга характерна особеност е, че в процеса по листване на компаниите на пазарите за растеж и във функционирането им като търгувани компании, дейността им се подпомага от т.н. оторизирани/упълномощени съветници (Authorized advisers). Те са консултантски компании, с предмет на дейност, включващ инвестиционни, одиторски или данъчни услуги и дейности, консултации, свързани със сделки по сливания, придобивания или реструктуриране, финансов анализ и оценки, и др. Ролята на упълномощения съветник се изразява в - извършване на анализ на възможностите за регистрация на компанията, предлагане на съвети за изготвяне на документацията, необходима за листване на пазара за растеж, съставяне на проспект или меморандум (в зависимост от вида на предлагането), извършване на оценка на компанията, осъществяване на процеса на предлагане. Срокът на действията на съветниците в помощ на листване и търгуване на компаниите на пазарите за растеж е различен в отделните страни.

---

<sup>206</sup> Съгласно чл.77 от делегиран регламент (ЕС) 2017/565 на Комисията от 25.04.2016 г., за МСП са считат предприятия, които изпълняват най-малко два от следните три критерия - средният брой на служителите е по-малко от 250; общата балансова стойност не надвишава 43 млн. евро и нетният годишен оборот не надвишава 50 млн. евро.

Прилагането на **Регламента относно пазарната злоупотреба** (Регламент (ЕС) 596/2014)<sup>207</sup> в националното законодателство е свързано с влизането в сила от 30 септември 2016 г. на Закона за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПМПЗФИ), с който се отменя действащия до момента Закон срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПЗФИ). Със ЗПМПЗФИ се регламентират мерките срещу злоупотребата с вътрешна информация, незаконното разкриване на вътрешна информация и манипулирането на пазара на финансови инструменти.<sup>208</sup> Целите му са разкриване и предотвратяване на пазарните злоупотреби, повишаване на общественото доверие в пазара на финансови инструменти, осигуряване на своевременно и пълно разкриване на информация на инвеститорите и създаване на условия за развитието на справедлив, прозрачен и ефективен пазар на финансови инструменти.

С **Регламента относно проспекта** се цели улесняване достъпа на МСП до финансиране чрез капиталовия пазар чрез създаване на облекчени условия.<sup>209</sup> В българското законодателство, Регламентът за проспект отменя действащата към момента Директива 2003/71/ЕС, включена чрез Закона за публичното предлагане на ценни книжа, и въвежда т.нар. проспект за растеж. С проспекта за растеж се улеснява осъществяването на първични публични предлагания от МСП чрез съкращаване на обема на разкриваната информация, в сравнение със стандартния проспект за публично предлагане, както и намаляване разходите по листването на МСП на капиталовия пазар.

### **Добри практики при финансирането чрез капиталовия пазар на МСП на примера на фондовите борси във Варшава и Букурещ**

Представянето на добри практики при финансиране на МСП чрез капиталовия пазар в настоящата разработка е свързано с разглеждане опыта на полския и румънския капиталови пазари. Необходимо е да се отбележи, че създаването на сегменти за МСП

---

<sup>207</sup> Вж. Официален вестник на Европейския съюз, 12.6.2014 L173/1, Регламент (ЕС) №596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 г. относно пазарната злоупотреба

<sup>208</sup> Вж. ЗПМПЗФИ, в сила от 30.09.2016 г., Обн. ДВ. бр.76 от 30 Септември 2016 г., изм. ДВ. бр.105 от 30 Декември 2016 г., изм. и доп. ДВ. бр.95 от 28 Ноември 2017 г., изм. и доп. ДВ. бр.15 от 16 Февруари 2018 г., доп. ДВ. бр.77 от 18 Септември 2018 г., изм. ДВ. бр.17 от 26 Февруари 2019 г., изм. ДВ. бр.83 от 22 Октомври 2019 г., изм. ДВ. бр.94 от 29 Ноември 2019 г.

<sup>209</sup> Вж. Официален вестник на Европейския съюз, 30.6.2017 L168/12, Регламент (ЕС) №2017/1129 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно проспекта, който трябва да се публикува при публично предлагане или допускане на ценни книжа до търговия на регулиран пазар и за отмяна на Директива 2003/71/ЕО

на капиталовите пазари в тези страни, предшества въвеждането на новата европейска регулаторна рамка. На борсата във Варшава от 2007 г. функционира пазар, специално предназначен за финансиране на МСП – т.н. NewConnect, а от февруари 2015 г. на Букурещката фондова борса също е създаден пазар, насочен към финансиране на МСП – AeRO. Създаването на пазара за растеж на МСП ВЕАМ на българския капиталов пазар е свързано с прилагане на новото европейско законодателство в областта на финансовите пазари за изграждане на пазари за растеж на МСП, както и със стратегията на борсовия оператор за създаване на сегмент за МСП и прилагане на съществуващите добри практики на пазарите за растеж.

Полската икономика е най-голямата в региона на страните от ЦИЕ с брутен вътрешен продукт (БВП) от 498 млрд. евро към края на 2019 г. и е осмата по големина в ЕС. Съответно Варшавската фондова борса е лидер в региона на страните от ЦИЕ, а полският капиталов пазар е със статут на развит капиталов пазар (developed capital market).<sup>210</sup> Към края на 2019 г. пазарната капитализация на полската борса е в размер на 135 млрд. евро или 27% от БВП на Полша. На нея се търгуват близо 1 000 местни и чужди компании, а годишният оборот достига 45 млрд. евро.<sup>211</sup>

В сравнителен аспект, в началото на 2007 г., когато България и Румъния се присъединяват към ЕС, капиталовите пазари на двете икономики имат близки по значение борсови показатели. В резултат на присъединяването към европейските структури и в двете държави беше извършено хармонизиране на правната и институционалната рамка в областта на капиталовите пазари с изискванията и практиките на ЕС. През последните десет години, румънският фондов пазар отбелязва значителен напредък. Исторически момент за капиталовия пазар в Румъния е промяната в статута му през септември 2019 г. от граничен пазар (frontier market) до развиващ се пазар (emerging market).<sup>212</sup> Букурещката фондова борса (BVB) е със средна по размер пазарна капитализация (23 млрд. евро), като в региона на ЦИЕ по този показател е след борсите във Варшава (135 млрд. евро), Виена (119 млрд. евро), Будапеща (39 млрд. евро) и Прага (23 млрд. евро). Към края на 2019 г. на фондовата борса в Букурещ се търгуват 364 компании, а реализираният оборот възлиза на 2 млрд. евро.

---

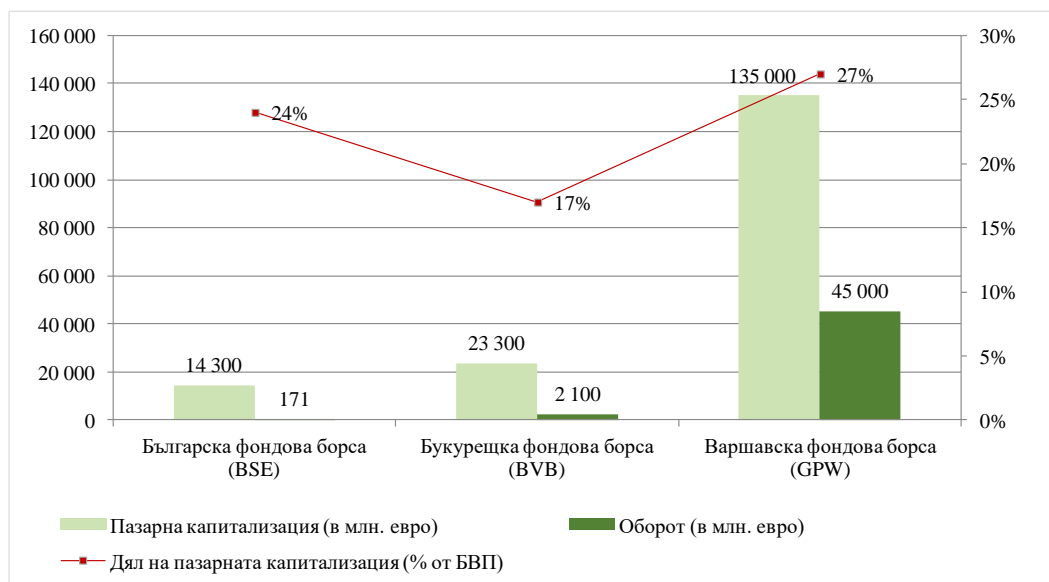
<sup>210</sup> Глобалната рейтингова агенция FTSE Russell класифицира през 2018 г. статута на полския капиталов пазар като развит пазар. За повече информация вж. на: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

<sup>211</sup> Варшавската фондова борса (GPW) има най-висок дял на пазарна капитализация в страните от ЦИЕ, но в сравнение с развитите капиталови пазари в Европа – Германия, Франция, Великобритания, където равнището на капитализация надхвърля 100%, този дял е сравнително малък.

<sup>212</sup> На 26.09.2019 г. Глобалната рейтингова агенция FTSE Russell повиши статута на капиталовия пазар в Румъния до вторичен възникващ пазар от текущото ѝ равнище на граничен пазар.

По размер на пазарна капитализация от 14 млрд. евро, Българска фондова борса е малка. Към края на 2019 г. на нея се търгуват близо 370 компании, а реализираният годишен оборот достига едва 171 млн. евро. (Вж. Графика 1.)

**Графика 1. Пазарна капитализация и оборот на капиталовите пазари в България, Румъния и Полша, към края на 2019 г. (в млн. евро)**



*Източник: Federation of European Securities Exchanges*

### **NewConnect, пазар за растеж на МСП на Варшавска фондова борса (WSE)**

Създаден през 2007 г., NewConnect има статут на организиран пазар и се управлява от WSE извън регулирания пазар като алтернативна система за търговия.<sup>213</sup> Пазарът NewConnect е предназначен за нововъзникващи, динамични полски компании, предимно в областта на високите технологии (IT, електронни медии, телекомуникации, биотехнологии, опазване на околната среда и др.). Предимство на NewConnect е, че предлага облекчени условия за финансиране, включващи по-ниски разходи за листване и търговия на борсата. На него инвестират институционални и индивидуални инвеститори, които се интересуват от инвестиции с по-висок риск, респ. свързани са с печалба над средната.

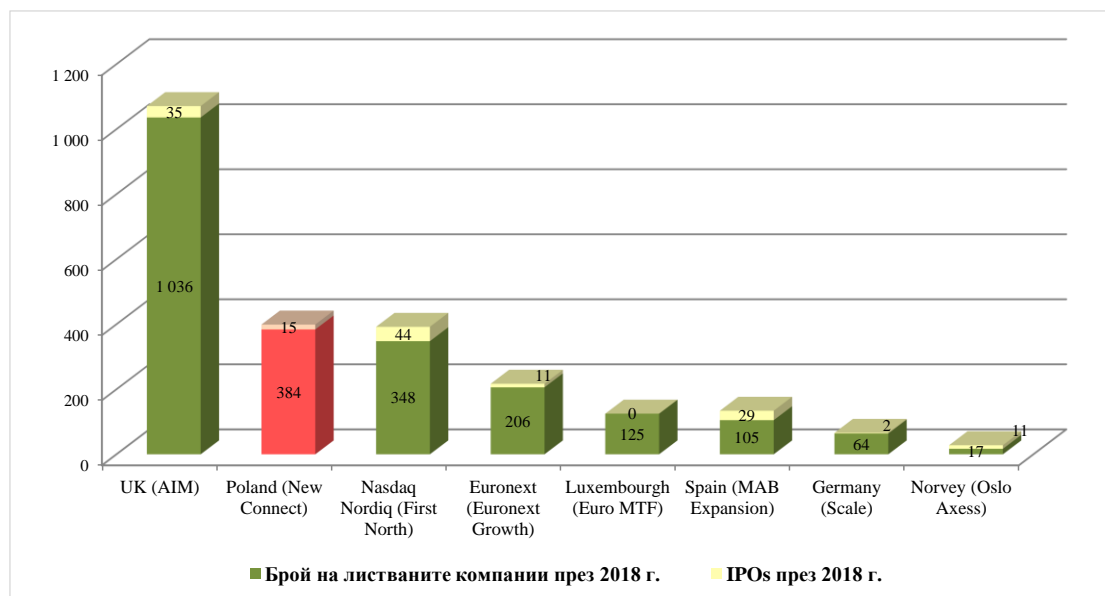
Към края на 2018 г. NewConnect е втория по брой на листнати компании на този сегмент след лидера на европейските пазари за растеж – AIM на Лондонската борса. През

<sup>213</sup> Варшавската фондова борса организира следните пазари – основен пазар, платформа за алтернативна търговия - NewConnect, пазар за дългосрочни дългови инструменти, пазар за търговия с държавни облигации и полска енергийна борса.

юли 2019 г. пазарът NewConnect получава статут на пазар за растеж на МСП от полския регулаторен орган (Polish Financial Supervision Authority, KNF).<sup>214</sup>

## Графика 2. Пазари за растеж в някои страни от ЕС.

Брой на листвани компании и брой на IPOs към края на 2018 г.



Източник: Варшавска фондова борса

На пазара NewConnect са обособени три сегмента – NewConnect Base, NewConnect Focus и NewConnect Alert. (Вж. Фигура 1). Те са предназначени да гарантират прозрачност на пазара и да помогнат на инвеститорите да идентифицират компаниите въз основа на тяхното финансово състояние и произтичащите от това финансови рискове.

## Фигура 1. Пазарни сегменти на NewConnect

<sup>214</sup> Вж. <https://www.knf.gov.pl/>



*Източник: Варшавска фондова борса*

*\* Заб. Валутен курс към края на 2019 г.: 1 EUR = 4,26 PLN*

Компаниите се класифицират на сегментите на тримесечна база, два търговски дни преди последния ден за търговия през март, юни, септември и декември на всяка година. Първата класификация в сегментите на NewConnect е извършена на 28 септември 2016 г.

Потенциалът и готовността на компанията, планираща листване на NewConnect, се оценяват от независим, упълномощен съветник, одобрен от Варшавската фондова борса. Упълномощеният съветник има задължение да консултира компанията, влизаща на NewConnect, както и последващи задължения към компанията след регистрацията ѝ за търговия. Сътрудничеството между компанията и упълномощения съветник е за период от най-малко 3 години.

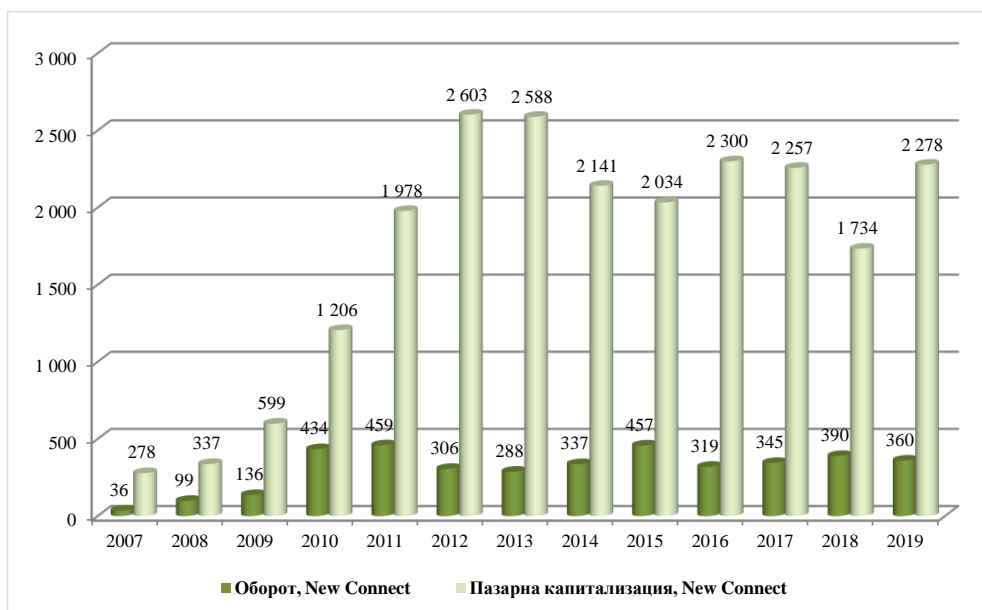
Съществуват две процедури за влизане на NewConnect – частно пласиране и първично публично предлагане (Initial public offering, IPO). NewConnect предлага предимство, което е ново на полския капиталов пазар - частни пласирания за/до 149 институционални и индивидуални инвеститори. Независимо от размера на емисията, допускането до търговия се основава на кратък и опростен информационен документ

(меморандум), който се изготвя от оторизирания съветник. Продължителността на подготвителната фаза, от решението до началото на търговията, може да бъде два-три месеца, което е много по-кратко като време в сравнение с регулирания пазар.

Втората процедура за листване на NewConnect е първичното публично предлагане на акции. Необходимо условие е емитентът да спазва същата процедура за приемане като тази на регулиран пазар - със задължителен проспект за емисия, одобрен от регулаторния орган. В случаите на предложения до 2,5 милиона евро, допускането може да се основава на информационен меморандум, подлежащ на одобрение от регулаторния орган. Процедурата от решението за листване до първичното публично предлагане е същата, както на регулирания пазар и е с продължителност от шест до девет месеца.

Към края на 2019 г. търгуваните на NewConnect компании са 375 (респ. 369 национални и 6 чужди), чиято дейност се подпомага от 64 оторизирани съветници. Пазарната капитализация на NewConnect достига 9,7 млрд. полски злоти или 2,3 млрд. евро към края на 2019 г. и отчита значителен ръст от близо 720% за периода 2007-2019 г. Оборътът на New Connect за разглеждания период отбелязва десетократно нарастване и към края на 2019 г. достига 360 млн. евро. (Вж. Графика 2)

**Графика 2. Динамика на пазарната капитализация и оборота на пазар NewConnect за периода 2007-2019 г. (в млн. евро)**



*Източник: Варшавска фондова борса*



### **АеRO, пазар за растеж на МСП на Букурещка фондова борса (BVB)**

Пазарът АеRO, започва да функционира от 25 февруари 2015 г. и е продължение на съществуващата от 2010 г. алтернативна система за търговия на BVB.<sup>215</sup> По смисъла на европейското и румънско законодателство, той е нерегулиран пазар. Пазарът АеRO е насочен към стартиращи и МСП с висок потенциал за растеж от различни сектори на икономиката – производство, селско стопанство, услуги и др. И на двата пазара, които организира BVB - основен пазар и пазар АеRO, се търгуват акции и облигации, но критериите за допускане до търговия, както и задълженията след допускане до търговия, са различни.

По отношение емитирането на акции, основният пазар е насочен към по-зрели компании, които имат минимум тригодишна история на финансово отчитане, минимум един милион евро очаквана пазарна капитализация и най-малко 25% фрий-флоут (т.е. най-малко 25% от акциите са свободно търгувани). Относно листването на облигационни емисии на основен пазар е необходимо минималната заявена стойност да е 200 хил. евро.

При пазар АеRO, критериите за допускане са облекчени, с цел да съответстват на потребностите на малките и средни предприятия, които все още не отговарят на критериите за включване на основен пазар. Като алтернативна система за търговия, пазарът АеRO предлага по-опростена процедура спрямо процедурата за основен пазар, по-гъвкави условия за достъп и по-ниски разходи за регистрация.

При емитирането на акции, за да може една компания да бъде включена на пазар АеRO, изискванията са - да е акционерно дружество, да има очаквана пазарна стойност или собствен капитал от 250 000 евро, както и 10% фрий-флоут или поне 30 акционери. Относно издаването на облигации на пазар АеRO единственото изискване, наложено на дружеството, е да бъде акционерно. Няма ограничение за минимална заявена стойност за издаване, за разлика от основен пазар, където облигационните емисии трябва да бъдат емитирани за най-малко 200 000 евро. Процедурата за регистрация на АеRO е с продължителност от три до шест месеца в зависимост от готовността на дружеството.

При листването на акции и облигации на пазара на АеRO важна роля имат т.н. упълномощени съветници (Authorized auditors), които са компании с опит в областта на корпоративното финансиране, одобрени от Букурещката фондова борса. Обобщено

---

<sup>215</sup> Букурещката фондова борса организира два типа пазари – основен пазар и пазар АеRO.

сравнение между условията за листване на Основен пазар и пазар AeRO е представено в Таблица 3.

**Таблица 3. Сравнение между условията за листване на Основен пазар и пазар AeRO на Букурещката фондова борса**

Условия за листване	
Основен пазар	Пазар AeRO
<ul style="list-style-type: none"> <li>Компанията да е акционерно дружество;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компанията да е акционерно дружество;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Очакваната пазарна стойност/ капитал - да е минимум 1 млн. евро;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Очакваната пазарна стойност/ капитал - да е минимум 250 хил. евро;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>25% фрий-флоут и минимум тригодишна история на финансово отчитане;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>10% фрий-флоут или поне 30 акционери;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Сключен договор с инвестиционен посредник</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сключен договор с упълномощен съветник за срок от 12 месеца след регистрацията на компанията на пазара</li> </ul>

Три са начините, чрез които могат да се листнат дружествата, емитенти на акции на пазар AeRO на Букурещката фондова борса - първично публично предлагане на акции и облигации (IPO), частно пласиране и техническо листване. Методите за листване на облигационни емисии от компаниите на пазар AeRO включват първично публично предлагане и частно пласиране.

- Първично публично предлагане на акции и облигации (IPO).* Процедурата при IPO на акции е свързана с изготвяне на проспект, който трябва да бъде одобрен от румънския регулаторен орган (ASF, Romanian Financial Supervisory Authority). При публично предлагане на облигации на AeRO е необходим само кратък информационен документ (меморандум);<sup>216</sup>

- Частно пласиране* - предлагане, адресирано до ограничен брой потенциални инвеститори, максимум 149. В този случай, не е необходимо да се

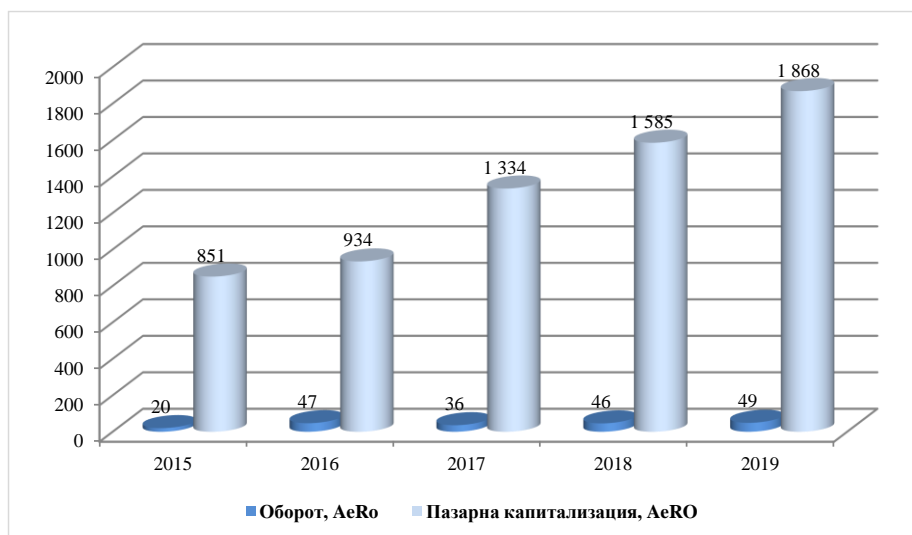
<sup>216</sup> Меморандумът е кратко представяне и е значително по-съкратен документ от проспекта, който се изисква за листване на Основен пазар на Букурещката фондова борса.

предоставя проспект за одобрение от румънския регулаторен орган, а само меморандум.

- *Техническо листване* - не се извършва предлагане преди листване, което означава, че акционерната структура на компанията не се променя и тя решава да се възползва от предимствата, свързани с листването на борсата. За техническо листване на AeRO трябва да бъде предоставен само меморандум.

Към края на 2019 г. броят на търгуваните на AeRO компании е 280 (респ. 278 национални и 2 чужди), а дейността им се подпомага от 25 оторизирани съветници. Пазарната капитализация на AeRO достига 1,9 млрд. евро към края на 2019 г. и отчита ръст от близо 120% за периода от създаването на сегмента през 2015 г. Оборътът на AeRO за разглеждания период 2015-2019 г. достига 49 млн. евро или 2% от общия оборот. (Вж. Графика 4.)

**Графика 4. Динамика на пазарната капитализация и оборота на пазар AeRO за периода 2015-2019 г. (в млн. евро)**



*Източник: Букурещка фондова борса*

### **ВЕАМ, пазар за растеж на МСП на Българска фондова борса (BSE)**

За българския капиталов пазар, възможността за финансиране на МСП и стартиращи компании чрез капиталовия пазар при облекчени условия е новост, свързана със стратегията на БФБ за достъп на МСП до капиталовия пазар, прилагане на европейското законодателство в областта на финансовите пазари за изграждане на пазари за растеж на МСП, както и на добрите практики, създадени на капиталовите пазари.

Освен регулиран пазар, на който се търгуват компании, към които се прилагат количествени и качествени изисквания за допускане до търговия, от края на 2018 г., БФБ има лиценз за организиране и на друг тип пазар - пазар за растеж на МСП ВЕАМ, който по смисъла на Закона за пазарите на финансови инструменти, е нерегулиран пазар.<sup>217</sup>

Важно е да се отбележи, че по своята същност, пазарът ВЕАМ е специален пазар, даващ възможност за финансиране на дейността на малките и средни предприятия, регистрирани като акционерни дружества в България или в чужбина.<sup>218</sup> На пазара за растеж ВЕАМ, се предоставя също и възможност за регистрация на по-големи дружества, като ограничението е след допускането, пазарната им капитализация да не надвишава 200 млн. евро за последните три календарни години. На пазар ВЕАМ могат да инвестират институционални и индивидуални инвеститори, с изключение на пенсионните дружества поради съществуващите законови ограничения.

Със създаването на пазара за растеж на МСП ВЕАМ се цели да се осигури възможност на малкия и среден бизнес в страната да набира капитал при облекчени условия в сравнение с компаниите, които се търгуват на регулирания пазар. На пазар ВЕАМ се допускат до търговия акции, облигации, депозитарни разписки, варанти и права, но както и при другите пазари за растеж, критериите за допускане до търговия и задълженията след допускане до търговия, на основен пазар и пазар ВЕАМ, са различни. Предимствата на пазара ВЕАМ се изразяват в по-ниските регулаторни изисквания и намалената административна тежест към компаниите, както по отношение на процеса на допускането им до търговия, така и като компании, търгувани на борсата. В България, прагът за набиране на капитал чрез пазара за растеж е 3 млн. евро, докато в Полша и Румъния е в размер съответно от 2,5 млн. евро и 5 млн. евро.<sup>219</sup> За набирането на капитал до 3 млн. евро, както и за увеличението на капитал с до 3 млн. лв., няма изискване за одобрен проспект от регулаторния орган – Комисията за финансов надзор (КФН). Проспект за публично предлагане, с облекчени форма и съдържание, одобрен от КФН се изисква при набиране на капитал до 20 млн. евро, както и за увеличение на капитала до 20 млн. евро. Компаниите, търгувани на ВЕАМ имат облекчения и относно задълженията за разкриване на информация, публикуване на финансови отчети, извършване на

---

<sup>217</sup> В края на 2018 г., БФБ получи одобрение от регулаторния орган за организиране като многостранна система за търговия на Пазар за растеж на МСП (ВЕАМ)

<sup>218</sup> Вж. <https://bse-sofia.bg/bg/beam>

<sup>219</sup> Пазар ВЕАМ е с един от най-ниските прагове, в сравнение с Гърция, Естония, Кипър, Малта, Хърватия, където той е в размер на 5 млн. евро.

разпоредителни сделки от управителните органи, свикване на Общи събрания и др.<sup>220</sup> На пазар ВЕАМ, за разлика от повечето пазари за растеж, няма задължително изискване за минимален фрий-флоут. Сред предимствата е и липсата на облагане на доходите от сделките, сключени на ВЕАМ. Необходимо е да се подчертае също, че пазарът за растеж на МСП ВЕАМ, се явява и междинен етап, предоставяйки възможност на дружествата, които се търгуват на него да се прехвърлят за търговия на основния пазар на БФБ. Продължителността на процеса на листване на пазар ВЕАМ е до три месеца, а етапите по листване следват тези на основния пазар.

Както бе посочено, дейността на дружествата-емитенти в процеса им по листване на пазарите за растеж и във функционирането им като търгувани компании се подпомага от т.н. упълномощени съветници. В Правилата за дейността на съветниците на пазар ВЕАМ са регламентирани условията, на които трябва да отговарят кандидатите за получаването на статут на съветник.<sup>221</sup> Сред необходимите условия за допускане до търговия на пазара за растеж ВЕАМ е сключването на договор между дружеството-емитент с един одобрен от Борсата съветник, за срок от минимум 2 години. Към септември 2020 г. на БФБ са регистрирани шест упълномощени съветника.

В заключение, възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП в България са свързани със следване стратегията на БФБ за създаването и развитието на пазара за растеж и с прилагането на новата правната рамка на ЕК в областта на облекчаване условията за финансиране на МСП. Развитието на пазара за растеж ВЕАМ и прилагането на добрите практики в областта на финансиране чрез капиталовия пазар на МСП, ще допринесе за положителни ефекти върху българския капиталов пазар като повишаване на неговата ефективност и повишаване конкурентоспособността на търгуваните на борсата МСП.

## ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Българска фондова борса, Правила на пазара за растеж на МСП (ВЕАМ) – Многостранна система за търговия, организирана от „Българска фондова борса” АД, Част I, Общи правила, в сила от 12.02.2019 г.;

---

<sup>220</sup> Компаниите имат задължение да оповестяват важна информация в срок от 3 дни, както и са освободени от задължението за публикуване на тримесечни финансови отчети.

<sup>221</sup> Вж. Българска фондова борса, Правила за дейността на съветниците на Пазар за растеж на МСП ВЕАМ (Пазар ВЕАМ), Част II, в сила от 10.10.2020 г.

2. Българска фондова борса, Правила за дейността на съветниците на пазар за растеж на МСП ВЕАМ (Пазар ВЕАМ), Част II, в сила от 10.10.2020 г.;
3. Българска фондова борса, Правила за допускане на финансови инструменти на Пазар ВЕАМ, Част III, в сила от 10.10.2020 г.;
4. Българска фондова борса, Стратегия за развитие на българския капиталов пазар 2016-2019 г.;
5. БФБ, Годишен консолидиран доклад за дейността, 2019;
6. Европейска комисия (2015), Зелена книга, Изграждане на съюз на капиталови пазари, Брюксел, 18.2.2015 г. COM (2015) 63 final;
7. Европейска комисия (2015), Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите, План за действие за изграждане на съюз на капиталовите пазари, Брюксел, 30.9.2015 г., COM (2015) 468 final;
8. Официален вестник на Европейския съюз, 12.6.2014 L173/1, Регламент (ЕС) №596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 г. относно пазарната злоупотреба;
9. Официален вестник на Европейския съюз, 30.6.2017 L168/12, Регламент (ЕС) №2017/1129 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно проспекта, който трябва да се публикува при публично предлагане или допускане на ценни книжа до търговия на регулиран пазар и за отмяна на Директива 2003/71/ЕО;
10. Bucharest Stock Exchange, Annual report 2019;
11. European Commission, Survey on the access to finance of enterprises (SAFE), Analytical Report 2019, November, 2019;
12. GPW, Annual report 2019.

# ОБЩИ ПРИНЦИПИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВИЯ РИСК

Мария Филиповска-Димитрова  
Докторант във ВУЗФ

## Резюме

Рискът е присъщ на всяка човешка дейност. Без него е невъзможно осъществяването на каквото и да било начинание. С развитието на икономическите и стопанските отношения сред хората неизбежно възниква и финансовият риск – рискът от реализиране на финансова загуба под една или друга форма. Възниква въпросът – възможно ли е този риск да бъде избегнат? Отговорът е – не, но може да бъде управляван и по този начин сведен до минимум.

Обект на настоящото изследване са някои основни теоретични и практико-приложни аспекти на управлението на финансовия риск, без познаването на които смятаме, че то не би било оптимално.

**Ключови думи:** риск, неопределеност, възвращаемост, загуба, печалба

## Abstract

Risk is inherent in every human activity. Without it, it is impossible to carry out any endeavor. With the development of economic and business relations among people, financial risk inevitably arises - the risk of realizing financial loss in one form or another. The question arises - is it possible to avoid this risk? The answer is no, but it can be managed and thus minimized.

The subject of this study are some basic theoretical and practical aspects of financial risk management, without the knowledge of which we believe that it would not be optimal.

**Key Words:** risk, uncertainty, return, loss, profit

## **Увод**

Рискът във финансовата дейност в теоретичен и приложен аспект се проявява напълно самостоятелно като важна съставна част от теорията и практиката на управлението. Съществуването на риска е свързано непосредствено с проблема за неопределеността при всяка ситуация, която е разнородна както по форма на проявление, така и по съдържание.

Рискът се проявява като един от начините за намаляване на неопределеността, която по своята същност представлява незнание за достоверното или отсъствие на еднозначност. Акцентирането върху това разбиране за риска е важно от гледна точка на факта, че на практика да се оптимизира неговото управление и регулиране, игнорирайки обективните и субективните източници на неопределеност, е безперспективно.

Обект на изложението по-долу са някои основни теоретични и приложни аспекти на същността и проявлението на финансовия риск.

## **Теоретични и приложни аспекти на финансовия риск**

Франк Найнт в публикуваната в 1921г докторска дисертация „Risk, Uncertainty and Profit“ (Риск, неопределеност и печалба) строи анализа за приемане на решения върху различието между риск и неопределеност. Неопределеността се разглежда като радикално различна от добре познатото понятие „риск“, от което преди това двете понятия никога по определен начин не са били различавани. От това става ясно, че измеримата неопределеност, т.е. рискът е толкова далече от неизмеримата неопределеност, че, по същество, въобще не се явява неопределеност.

Световната икономическа наука е представена от класическата и неокласическата теория за риска. Всички анализатори на предприемачеството подчертават негова най-важната черта – наличието на риск още в стадия на стартирането на бизнеса, както и в процеса на по-нататъшното функциониране на бизнеса. Още Адам Смит подчертава, че



предприемачът е човек, който действа в условията на риск и като собственик отива на риск за реализация на някаква комерсиална идея и получаване на печалба.

Класическата теория за риска, в основите на която стоят Джон Мил и Уйлям Сеньор, отъждествява риска с математическо очакване на загуби поради избора на едно или друго решение, т.е. рискът се разглежда като ущърб в резултат на реализиране на дадено решение.<sup>222</sup> Такъв едностранен и ограничен подход при разбиране същността на риска е трудно приемлив.

През 30-те години на ХХ век икономистите Алфред Маршал и Артур Пигу<sup>223</sup> разработват основите на неокласическата теория на риска, същността на която се заключава в това, че предприемачът, предпочитайки едно от алтернативните решения, следва да се ръководи от два критерия: *първо*, от величината на очакваната печалба и *второ*, от размера на нейните възможни колебания около средното значение на печалбата. Обаче, такъв подход не отчита фактора личното отношение на предприемача към риска. На този факт специално внимание отделя Джон Кейнс<sup>224</sup>, който пише за „разноските по риска“ и тяхното покриване и смята за целесъобразно да се отчитат в икономическите процеси три основни вида икономически риск: *първо*, риска на предприемача; *второ*, риска на кредитора и *трето*, риска, свързан с възможността за намаляване ценността на паричната единица.

Анализът на икономическата литература, свързан с проблемите за риска, показва, че сред изследователите няма единно мнение относно определението за предприемаческия риск. В това отношение и днес няма еднозначно разбиране за същността на риска. Например, Христо Драганов разбира несигурността като лично осъзнато усещане за риска в определена ситуация.<sup>225</sup> Руските изследователи Галина Чернова и Андрей Кудрявцев възприемат неопределеността и риска като близки по съдържание понятия.<sup>226</sup> Това се обяснява, до голяма степен, с многоаспектността на това явление. Освен това, рискът е сложно явление, имащо не съвпадащи, а понякога и противоречиви основи. Станислав Димитров изследва риска през призмата на очакваната възвръщаемост от дадена инвестиция.<sup>227</sup> Рискът се разглежда и в

---

<sup>222</sup> Боди Зви, Мергон Роберт, Финанси, М, 2000

<sup>223</sup> Чернова Г.В. Практика управления рисками на уровне предприятия, П., 2000

<sup>224</sup> Кейнс Дж.М. Общая теория занятости процента и денег, М.,1993

<sup>225</sup> Драганов Хр., Управление на риска, С. 2003

<sup>226</sup> Чернова, Г., Кудрявцев, А., Управление рисками, М., 2006

<sup>227</sup> Димитров, Ст. Корпоративни финанси, Издателство на ВУЗФ, София, 2010 г., ISBN 978-954-8590-01-3, стр. 31-63 и Димитров, Ст. Риск и доходност при инвестиране активите на допълнителните пенсионни

управленската теория като вероятност избраната бизнес стратегия да не доведе до създаване на конкурентно предимство.<sup>228</sup>

Думата „риск“ е с корен в романските езици. У нас се е наложила връзката с френския език, при други народи – с италианския език, с латинския му корен. Италианската дума „risikare“ означава дръзвам, решавам се, осмелявам се. Значението на френската дума – „risqué“ е за възможно нежелано събитие.

В енциклопедията на Никола и Иван Данчови от 1936г определението за риск е с три значения: *първо*, възможна опасност; *второ*, неуверено очакване на успех и *трето*, готовност за излагане на опасност с надежда за успех. В Речника на чуждите думи в българския език на Института за български език на БАН на понятието „риск“ се дава следното значение: *първо*, възможна опасност; *второ*, действие наслуки с надежда за успех и *трето*, възможна загуба при търговска сделка, във валутните и кредитните операции, в застрахователното дело и др.

За по-пълна характеристика на определението за „риск“ смятаме за целесъобразно да се разкрие и същността на понятието „ситуация на риск“ или „рискова ситуация“, тъй като то е непосредствено свързано със съдържанието на понятието „риск“.

Понятието „ситуация“, по наше мнение, може да се определи като съчетание, съвкупност от различни обстоятелства и условия, създадени от определена обстановка за един или друг вид дейност. При това обстановката може да спомага или пречатства осъществяването на дадено действие.

В основата на всяка бизнес-дейност лежи очакването да се получи доход, по-голям от обикновения, средния доход. Това очакване е достатъчно неопределено и може да се сбъдне или да не се сбъдне, затова бизнесът винаги се асоциира с риск.

Финансовата дейност я разглеждаме като инициативна, самостоятелна дейност на субекти, насочена към реализиране на печалба или личен доход, осъществявана от свое име и под своя имуществена отговорност или от името и под юридическата отговорност на юридическо лице. Бизнесът предполага имуществена отговорност в пределите, определени от организационно-правната форма на субектите.

---

фондове, Годишник на ВУЗФ том VIII 2012 г., Издателски комплекс „Св. Григорий Богослов“, София, 2012, ISSN 1312-7918, стр. 309-379

<sup>228</sup> Тодоров, К. 2017. Теория на стратегическото управление, Издателство на ВУЗФ, стр. 306

Рискът е в същността на нашето битие и затова лежи в основата на всяка дейност. Като вероятностна категория неговата трактовка и количествено измерение не могат да бъдат еднозначни. Затова категорията „риск“, по наше мнение, може да се определи като опасност от потенциално възможна, вероятна загуба на ресурси или намален доход в сравнение с варианта, който е разчетен при рационално използване на ресурсите в даден вид дейност. С други думи казано, рискът го разглеждаме като заплаха, че субектът ще понесе загуби във вид на допълнителни разходи или ще получи по-ниски доходи от тези, които е очаквал.

Макар последствията от риска най-често да се проявяват във вид на финансови загуби или невъзможност да бъде постигната очакваната печалба, рискът не е само нежелателен резултат от приетите решения. В определени случаи в инвестиционните проекти съществува не само опасност да не бъдат постигнати набелязаните резултати, но и вероятност да бъде превишена очакваната печалба. В това следва да се разбира и същността на финансовия риск, който се характеризира със съчетаването на възможността за постигане както на нежелателни, така и на особено благоприятни отклонения от планираните резултати, което е и мотив за неговото поемане..

Анализът на многобройните определения на риска ни позволява да се разкрият основните моменти, които характеризират рисковата ситуация:

- случаен характер на събитие, който определя кой от възможните изходи се реализира на практика (наличие на неопределеност);
- наличие на алтернативни решения;
- известни резултати или възможност да се определи вероятността на изходите и очакваните резултати;
- вероятност за възникване на загуби;
- вероятност за получаване на допълнителна печалба.

Ще се ориентираме към следното определение за риска, което, по наше мнение, най-пълно отразява неговата същност. **Рискът е дейност, свързана с преодоляване на неопределеността в ситуация на неизбежен избор, в процеса на който съществува възможност количествено и качествено да се оцени вероятността за постигане на предполагаем резултат, несполука и отклонение от целите.**

Смята се, че количествената оценка на степента на риска позволява с по-голяма надеждност да се въздейства на разглеждания икономически процес с цел увеличаване на печалбата и намаляване на риска. Заслужава да се отбележи, че разликата между риска и неопределеността се отнася към начина на задаване на информацията и се определя от наличието (в случая на риск) или от отсъствието (при неопределеност) на вероятностни характеристики на неконтролируеми изменения. В този смисъл тези понятия в математическата теория се употребяват за изследване на операциите, където се разграничават задачите по приемане на решения при риск и съответно в условия на неопределеност.

Ако съществува възможност качествено и количествено да се определи степента на вероятност на един или друг вариант, то това може да се определи и като „ситуация на риск“.

По този начин рисковата ситуация се приема като разновидност на неопределеността, когато настъпването на събитието е вероятно и може да бъде определено, т.е. в този случай обективно съществува възможност да се оцени вероятността за събития, възникващи в резултат на съвместната дейност на партньори във финансовата дейност, контра действията на конкуренти или противници, влиянието на околната среда, внедряването на научни постижения и т.н.

В литературата съществуват три основни гледни точки, признаващи или субективната, или обективната, или субективно-обективната природа на риска.<sup>229</sup> По наше мнение, най-подходящият подход е субективно-обективният, тъй като основен аргумент за неговата обосновка е признаването на факта, че хората в процеса на своята дейност формират субективни отношения, а и самата дейност има както субективна, така и обективна страна. Във връзка с това, че риска представлява специфична дейност в условията на неопределеност и ситуация на задължителен (необходим) избор, то той също представлява диалектическо единство на обективното и субективното.

Следователно, рискът<sup>230</sup> винаги е свързан с избор от определени алтернативи и с разчет на вероятни резултати, в което се проявява и неговата субективна страна. Заедно

---

<sup>229</sup> Черкасов В.В., Проблемы риска в управленческой деятельности, К. 1999

<sup>230</sup> Vazov R., "Inovative Approaches to Insurance Company Cash Flow Management (contemporary theoretical aspects)", VUZF Publishing House "St. Grigorii Bogoslov", 2019, ISBN: 978-954-8590-54-9

с това размерът на риска не е само субективен, а и обективен, тъй като той се явява форма за качествено-количествено изражение на реално съществуваща неопределеност.

Самостоятелността при приемането на решения като вътрешно присъща на тях особена черта обективно е свързана с неопределеността на крайните резултати. Върху тяхното ниво влияние оказват множество фактори, в това число свързани с други качества на субекта като индивид, особено с нивото на неговите лични претенции, психологически особености, ниво на знания и компетентност.

Известният американски изследовател на съвременните проблеми на предприемачеството Питър Дракър пише: „Смята се, че предприемачеството е свързано с огромен риск. Действително, в такава ясно изразена област на нововъведения, като високите технологии (например, производството на мини-ЕИМ или био генетиката), степента на риска е достатъчно висока, а шансовете за успех или просто за оцеляване са достатъчно ниски.....По определение, предприемачите преместват ресурси от област на ниска производителност в област с висока производителност и рентабилност. Разбира се, винаги съществува риск от неуспех. Обаче, даже при умерено ниво на успех печалбата бива повече от достатъчна, за да компенсира всяка степен на риска. Следователно, предприемачеството е свързано с по-малък риск от оптимизацията.....Предприемачеството може да се окаже рисково затова, че много така наричани предприемачи не притежават достатъчна компетентност“<sup>231</sup>.

За разбиране природата на финансовия риск фундаментално значение има връзката на риска с печалбата. Финансистът проявява готовност да рискува в условията на неопределеност, преди всичко, тъй като успоредно с риска от загуби съществува възможност за допълнителни доходи. Макар да е ясно, че получаването на печалба не е гарантирано, възнаграждението за изгубеното време, усилия и способности може да се окаже както с печалба, така и със загуба. Акцентиране, при определянето на риска, върху очакването на загуба подценява съзидателната функция на риска. Без умението да се рискува не биха били възможни съвременните постижения. Според Антони Гидънс рискът е част от „колонизацията на бъдещето“<sup>232</sup>. По-късно Улрих Бек не само определя

---

<sup>231</sup> П.Дракер. Рынок: как выйти в лидеры. Практика и принципы. М. 1992.

<sup>232</sup> Giddens, A., *Modernity and Self-Identity: Self and Society in the Late Modern Age*, Cambridge, 1991

риска като „модерния подход за предвиждане и контролиране на бъдещите последствия от човешкото действие“, но го определя като „карта за колонизиране на бъдещето“<sup>233</sup>.

В основата на съвременните концепции за управление на риска лежат понятията „риск и доходност“. Неизбежността от риск в стремежа към свръх високи доходи се отчита при планирането за създаване и бъдещото развитие на бизнес-плановите. Например, при провеждане на маркетинговите изследвания се отчита възможността за загуби при намаляване на търсенето и промяна в цените на продукцията и ресурсите, т.е. има място за стопански риск. В планирането и организирането на бизнес-процесите се отчита рискът от намаляване на рентабилността, задавайки определено ниво на ефективност при използване на ресурсите и, съответно, нивото на текущите разходи и печалба. В процеса на мониторинга на бизнес-плана осъзнатото и приетото ниво на риска се контролира при организирането и координирането на дейността на подразделенията и изпълнителите. Затова възнагражденията на мениджърите следва да зависят от тяхната способност да предвиждат развитието на събитията и да приемат действени решения в условията на повишен риск.

Рискувайки, финансовият субект избира възможността да получи свръхпечалба и едновременно с това да се окаже в загуба. Така стремежът да се спечели противоречи на целта за „безопасност“. Но доходи над обикновените или над средните, като правило, се постигат в резултат на рисковани действия.

Заедно с това съществува и обратната зависимост между нивата на риска и ликвидността, т.е. колкото е по-високо нивото на ликвидност, толкова е по-ниско нивото на риска. Висока рентабилност на финансовите активи може да се постигне благодарение на минимизация на провизиите, но което е изпълнено с възможност от срив на операционните процеси и означаван риск от загуба на ликвидност, а от друга страна прекомерните провизии неизбежно заплашват трансформацията и рентабилността на активите. Вероятно, може да се говори за някакво оптимално (равновесно) ниво на риска, при което има място и за необходимото ниво на доходност, и за достатъчна степен на ликвидност.

Заслужава да се отбележи, че финансовият субект може частично да прехвърли риска на други субекти в икономиката, но напълно да го избегне е невъзможно. Реалността показва, че за формиране на печалба следва съзнателно да се приемат

---

<sup>233</sup> Бек У., Световното рисково общество, С. 2002

рискови решения. Ето защо, по наше мнение, неопределеността и рискът във финансовата дейност играят много важна роля, включвайки в нея противоречието между планираното и действителното, които са източник за развитие на всяка дейност.

Логическото оправдание за риска, според нас, се проявява в това, че ако за финансовия субект това е естествено състояние, то естествена следва да бъде и търпимостта по отношение на неуспеха. Затова инициативните бизнесмени се нуждаят от социална защита, правни, политически и икономически гаранции, изключващи санкции в случай на неуспех и в същото време стимулиране на оправдания риск. Стопанският субект следва да бъде уверен, че една възможна грешка (риск) няма да компрометира нито неговата дейност, нито неговия имидж, тъй като тя е в резултат на пресметнат риск, макар и не оправдал се риск.

Финансовият риск по наше мнение е обратната страна на икономическата свобода, т.е. своеобразна негова цена. Свободата на един субект е едновременно свобода и за други субекти. Следователно с развитието на паричните отношения ще се засилва конкурентната среда и с нея неопределеността и финансовият риск. Според Ангелов. Р. Рискът от концентрация може да окаже влияние върху капитала, ликвидността и приходите на банковите институции. Тези три аспекта не съществуват поотделно и поради това е необходимо да бъдат адекватно обхванати от системите за управление на риска.<sup>234</sup> Да се отстрани неопределеността във финансовата дейност е невъзможно, тъй като тя е елемент на обективната действителност.

Функциите на финансовия риск по наше мнение позволяват да се направи извод, че, независимо от значителната възможност за загуби, които носи в себе си рискът, той е източник и на възможност за печалби. Затова основната задача е не да се бяга от риск въобще, а да се избират решения, въз основата на обективни критерии, а именно: границата на “разумния риск”. Това житейско понятие се нуждае от количествена оценка на неговите финансови и юридически граници.<sup>235</sup>

Рискът е вероятностна категория и затова разпределението на вероятността от загубите се явява изходна точка за неговата оценка. Приложено към финансовата дейност това е извънредно сложна задача, тъй като практически се налага рискът да се

---

<sup>234</sup> Ангелов Р. , Сливанията и конкурентната среда в банковия сектор, Теория и практика на контрола, Издателство “Св. Григории Богослов” София 2020, ISBN 978-954-8590-78-5 , стр. 108

<sup>235</sup> Вж. Альгин А.П., Грани экономического риска, М., 1991  
Гъргаров З., Икономика и пазар, С. 2009

оценява по един или няколко показатели, даващи обобщената му характеристика за допустимостта на риска.

В зависимост от размера на загубите, могат да се определят няколко най-общи области или зони на риска.<sup>236</sup>

Област, в която не се очакват загуби, се определя като безрискова зона. В нея се очакват нулеви загуби или даже по-висока печалба от очакваната.

Област, в пределите на която даден вид финансова дейност запазва своята целесъобразност, т.е. има място за загуби, но те са по-малки от очакваната печалба, се определя като зона на допустимия риск.

По-опасна област е зоната на критичния риск. Тази област се характеризира с възможност за загуби, надхвърлящи величината на очакваната печалба и достигащи предела на величината на паричния обем на операцията, изчисляван като пълен разчетен доход от дадена сделка. Зоната на критичния риск се характеризира с опасността от загуби, които предварително надвишават очакваната печалба и могат да доведат до невъзстановима загуба на всички активи, вложени в сделката.

Като най-опасен се определя катастрофалният риск. Това е област на загуби, които по своя размер надхвърлят критичното ниво и могат да достигнат мащаби, равни на целия собствен капитал. Катастрофалният риск може да доведе до крах и банкрут и разпродажба на активите.

Финансовата дейност налага непрекъснато да се оценява размерът на риска, с който е свързана тя. Практиката е наложила два подхода за неговата оценка – теоретичен и емпиричен. Теоретичният подход разкрива изискванията към резултатите от приетите решения, свързани с риска. При него рискът се пресмята не на основата на минал опит, а с помощта на логични разсъждения. Емпиричният подход разглежда очаквания риск, анализирайки го на базата на минали, вече изучени събития, обобщаване на информация за масови факти и явления.

Поведението на по-голяма част от финансовите субекти в условия на рискова ситуация може да се раздели на два характерни типа – първи, активна дейност, с поемане

---

<sup>236</sup> Пак там



на цялата отговорност за риска върху себе си и втори, пасивна дейност с елементи на риск.

В първия случай се отива на риск, за да се получи по-голяма печалба, а във втория – с надеждата да се избегнат загубите. Различни са възгледите по отношение на тези два типа поведение. Обаче, страхът от загуби, свързани с риска, е много голям сред субектите, работещи в условията на развити пазарни отношения. Затова от възможните решения много често се избират такива, при които се отчитат напълно надеждните варианти, като по този начин субектът се отказва от по-динамичното развитие на своя бизнес.

Мнозинството от финансовите субекти отчитат риска само по принуда, когато са в затруднено положение, под натиска на измененията в пазарната конюнктура, конкуренцията на пазара, загуба на корпоративни клиенти, т.е. тогава, когато продължаването на конкретния вид дейност се намира под въпрос и “на карта” е поставено самото съществуване на институцията. Следва да се обърне внимание, че през последните десет години<sup>237</sup> нараства значението на редица нови рискове, каквито са например климатичните и екологичните рискове, като тези рискове имат пряко и явно отражение върху резултатите на компаниите,<sup>238</sup> но за съжаление често пъти са пренебрегвани.

Налага се да се подчертае, че даже опростеното разбиране на понятието “риск”, а още повече умозрителната оценка за неговите размери, силно зависи от субективните възприятия на финансовия субект, от нивото на неговата подготовка, информираност, типа психика и даже от настроението в конкретния момент. Върху приемането на решения влияе неговата базова подготовка, образование, предишен опит.

По наше мнение не предизвиква съмнение фактът, че субективното възприятие се проявява в това, че едни и същи алтернативи на един човек се струват по-рискови, а на друг – по-малко или въобще лишени от риск. Кой могат да бъдат причините за това?

*Първо*, смята се, че хората надценяват опасността от такива явления, за които узнават от други източници, особено от средствата за масово осведомяване и от хора, на

---

<sup>237</sup> Zhelyazkova, V., Levels of Environmental Risk Management in Universal Banks, Ecology & Safety, ISSN 1314-7234, Volume 10, 2016, p. 480

<sup>238</sup> Желязкова, В. Климатичните промени и екологичният риск в дейността на финансовите институции. Изд. „Св. Гр. Богослов“, София, 2013 г., ISBN 978-954-8590-23-5, стр. 12

които традиционно се доверяват. По този начин, изкривената информация или прекаления поток от сведения водят до неточна оценка на риска.

*Второ*, възприемането на размера на риска в значителна степен зависи от начина на представянето на информацията. Сведения, представени по сложен начин или с множество статистически данни, могат да доведат до недооценяване на риска.

*Трето*, от съществено значение е практическият опит, стажът при изпълнение на конкретни работи. При професионалистите много често чувството за опасност се притъпява. Субекти с дълъг стаж в дадена дейност са склонни да недооценяват степента на риска.

*Четвърто*, за субективното възприемане на риска оказва влияние и личната оценка за вероятността от неуспех, а също така и абсолютният размер на загубите.

Отчитането на риска и умението да се отива на предприемачески риск трябва да кореспондират с мерките за неговото намаляване. По наше мнение, една от най-радикалните мерки е застраховането на риска. Важен способ за намаляване на негативните последици от риска е и създаването на запаси, резерви. В случаите на риск, обусловен от съмнения в надеждността на контрагентите, следва да се изучава икономическото състояние на субектите, с които се сключват договори, и поведението им при други сделки. В много случаи е възможно рискът да се намали, разделяйки го с гаранти, ако е възможно да бъдат намерени такива. За намаляването на риска от не издължаване значително помага авансовото заплащане на сделката.

Съществуването на риска, като неотменим елемент на всеки бизнес-процес, показва, че управлението му в редица случаи се проявява като самостоятелен вид професионална дейност. При определянето на същността на тази дейност си противостоят няколко позиции. Смятаме, че две от тях се явяват основни.

Първата се характеризира с това, че тя отразява представата за същността на управленската дейност като особена функция на обществения труд. В случая вниманието се акцентира върху управлението като самостоятелен вид дейност. При това особено внимание се отделя на „съгласуването“ и „координирането“, които подчертават целесъобразността в управленската дейност и многообразието на нейните функции. По този начин се признава системния характер на управленската дейност, нейната сложна структура и зависимостта от противоречивото въздействие на външната среда.

При другия подход в центъра на вниманието се поставя не цялата дейност в управлението, а само нейната финална част, а именно ръководството. При това положение в сянка остава целеполагането, моделирането на дейността, експертното обосноваване на решенията. Този подход до голяма степен се доближава до командната, централно управляваната икономика, когато управлението приема еднопосочна форма – „отгоре – надолу“, т.е. действия с команден привкус. Въпреки, че най-новата стопанска история е отхвърлила плановата икономика, подходът „отгоре - надолу“ намира широко приложение при формулирането на стратегия и в частност на оперативна стратегия, където се появява въздействието и на противоположния подход „отдолу - нагоре“.<sup>239</sup> Съвременните организации се нуждаят от ръководители, които да упражняват не само транзакционно лидерство, насочено към контрол, санкции и осигуряване на материални възнаграждения, но и да се ангажират в трансформационно лидерско поведение, ориентирано към развиване и вдъхновяване на последователите, стимулиране на тяхното нетрадиционно и иновативно мислене.<sup>240</sup>

С управлението на риска се сблъсква всеки индивид във всяка жизнена ситуация. Винаги се налага да се предприемат определени мерки за предпазливост и да се решава, струва ли си да се рискува или е нужно по някакъв начин да се намаляват възможните опасности или загуби. Управлението на риска е свързано с осъзнаване на това, какви събития могат да представляват опасност и как те могат да бъдат регулирани или предотвратени. В този процес на преценка, нерядко роля играят и субективни фактори, като човешките емоции или перцепцията за самата ситуация<sup>241</sup>. От своя страна когато говорим за управление на риска във финансовата сфера, то следва да бъде базирано на рационални фактори като това какви събития могат да представляват опасност и как те могат да бъдат регулирани или предотвратени. То е синтетичен процес, който изучава влиянието на различните сфери на дейност на субекта при случайни събития, нанасящи физически и материален ущърб.

Едно по-широко определение на управлението на риска се свързва със специален вид мениджърска дейност, насочена към намаляване въздействието на риска върху

---

<sup>239</sup> Тодоров, К. Оперативна и производствена стратегия за бизнеса, Издателство на ВУЗФ, София, 2018, стр. 113

<sup>240</sup> Гацова, В., „Съвременният лидер. Времева перспектива и управленски стил. София: „Св. Григорий Богослов“, 2020, ISBN 978-954-8590-86-0, с. 6.

<sup>241</sup> Димитров Я., „Синдромът на добрия войник“ и неговите интелигентни емоции, Издателство на ВУЗФ, 2019 г. ISBN 978-954-8590-58-7

результатите от работата на предприятието (фирмата)<sup>242</sup>. Значимостта на управленските решения, с приемането на които се сблъскват мениджърите, се определя, преди всичко, от нивото на риска, приемлив за фирмата. Всяка една от тях се характеризира със собствени предпочитания, свързани с риска. На тази основа се определят рисковете, на които тя е подложена в процеса на финансовата дейност, определя какво ниво на риска е приемливо и методите как да избегне загубите, възникващи в резултат на конкретния риск. Съвкупността от тези действия формира системата за управление на рисковете. Тази особена област във финансите изисква знания в областта на анализа на финансовата дейност, методите за оптимизиране решенията на съответните задачи и т.н. Ето защо, смятаме, че управлението и риска са взаимно свързани компоненти на всяка финансова система. Едното може да бъде източник за другото. Общият концептуален подход към управлението на финансовия риск, по наше мнение, може да се сведе до следното:

- *първо*, разкриване на възможните последствия от предприемаческата дейност в рискова ситуация;
- *второ*, разработване на мерки за не допускане, предотвратяване или намаляване загубите от въздействието на не достатъчно отчетени рискови фактори и непредвидени обстоятелства;
- *трето*, реализиране на такава финансова система за адаптиране към рискове, с помощта на която ще могат да бъдат не само неутрализирани или компенсирани негативните вероятни резултати, но и максимално да бъдат използвани шансовете за постигане на висок доход.

В тази връзка достатъчно сложен проблем е въпросът за класификацията на рисковете, обусловен от тяхното многообразие. Тъй като основна задача е да се оценява степента на рисковете, то тяхната класификация по определени признаци е полезна при решаването на тази задача.

По своя характер последствията от риска могат да се подразделят на чисти и спекулативни<sup>243</sup>, а на много места се говори за системни и несистемни рискове<sup>244</sup>. Особеното на чистите рискове (наричани още статистически или прости) е в това, че те практически винаги носят в себе си загуби за финансовата дейност. Причини за тях могат

---

<sup>242</sup> Уткин Э.А., Фролов Д.А., Управление рисками предприятия: учебно-практическое пособие, М. 2003

<sup>243</sup> Вж. Балабанов И.Т., Риск-менеджмент, М. 1996

<sup>244</sup> Kitanov, Y. Portfolio Investment Risks: Typology and Mitigation. Economy & Business ISSN 1314-7242, Volume 10, 2016, pp. 332-338, p. 332

да бъдат стихийни бедствия, нещастни случаи, недееспособно ръководство на фирмата и др. Спекулативните рискови (наричани още динамични или комерсиални) носят в себе си или загуби, или допълнителни печалби за субекта. Причини за тях могат да бъдат в промяната на валутните курсове, промяна в пазарната конюнктура, промяна в инвестиционните условия и др.

Голяма група от рисковете е свързана с покупателната способност на паричната единица. Такива са:

- *инфлационните рискове* – обусловени от обезценяване на реалната покупателна способност на парите, при което се понесат реални загуби;
- *дефлационните рискове* – свързани с дефлационни процеси, при които пада нивото на цените, а следователно и доходите;
- *валутните рискове* – свързани с промяна във валутните курсове. Те се отнасят към спекулативните рискове, при което загубата на един субект в резултат на промени във валутния курс, като правило, носи допълнителна печалба на друг субект, и обратно;
- *рискът от ликвидност* – свързан със загуби при реализация на ценни книжа, поради промяна в оценката на техните качества.

Инвестиционните рискове, свързани с възможността за нереализиране на очаквана печалба или загуба на печалба в процеса на реализиране на инвестиционния проект, по наше мнение се явяват едни от най-често срещаните и значимите. Те включват следните основни аспекти:

- *риск от изпуснати изгоди* – свързан е с възникване на финансов ущърб в резултат на нереализиране на някои мероприятия;
- *риск от намаляване на доходността* – свързва се с намаляване на дивидента и лихвения процент от портфейлните инвестиции. Той включва лихвения риск, възникващ в резултат на повишаване на лихвените ставки, изплащани за привлечените средства, над ставките по предоставените кредити и кредитния риск, възникващ в случаи на не погасяване от заемополучателя на лихвата по кредита и главницата (основния дълг), които кредиторът очаква;
- *борсови рискове* – свързани с опасност от загуби при борсови сделки;
- *селективни рискове* – свързани са с неправилно структуриране на видовете капиталовложения и видовете ценни книжа от страна на инвеститора. Тук трябва

да споменем, че често пъти грешки се допускат поради реферирането или инвестирането в държавни ценни книжа, за които неправилно се смята, че са лишени от риск<sup>245</sup>;

- *риск от банкрут* – свързан е с пълна загуба на собствения капитал в резултат на неправилното му инвестиране.

Ако разглеждаме съвкупността от рискове като система, в която всеки елемент заема строго определено място и в същото време се подчинява на законите на финансовата система като цяло, в такъв случай задачата за класифицирането на рисковете се свежда до определянето на системата от рискове и образуващите я елементи<sup>246</sup>.

Известно е, че при анализ на всяка система се разграничават следните нива на нейното функциониране: мега-, макро- и микроикономика. Обективно, на всяко ниво на функциониране съществуват специфични за него равнища на рискове. В своята съвкупност те формират единния рисков поток, намиращ се в непрекъснато движение, а следователно, и развитие.

По принцип, всяка класификация е условна, тъй като реалните процеси са много по-сложни. В реалните процеси между посочените групи рискове съществува преплитане на пластове и в тази връзка отделните видове рискове се проявяват в различните групи едновременно. Така например, валутният риск присъства във всяка от групите, което доказва взаимообусловеността на групите и елементите.

Отличителна черта на функционирането на финансовата система е постоянния процес на преливане на капитали от една сфера в друга. В този смисъл основна задача за всеки финансов субект следва да бъде разумното структурно адаптиране. В резултат на тази обективна даденост във финансовите системи постоянно присъства структурният риск, проявлението на който е особено осезаемо в период на съществени структурни промени в икономиката. Така например, в условията на засилваща се финансова неустойчивост по-перспективно става преливането на банковия капитал в сферата на производството, търговията, услугите, което засилва конкуренцията в тези сфери на бизнеса и създава допълнителни проблеми за вече функциониращите там субекти. Не трябва да забравяме, че, както стана дума по-горе, рисковете за банките нарастват, така

---

<sup>245</sup> Kitanov, Y. Are Risk Free Government Bonds Risk Free Indeed? Economy & Business ISSN 1314-7242, Volume 9, 2015, pp. 523-530, p. 530

<sup>246</sup> Вж. Шапкин А.С., Шапкин В.А., Теория риска и моделирование рискованных ситуаций, М. 2014

например скорошно изследване показва, че все повече банки се налага да оценяват екологичните рискове в кредитните си портфейли.<sup>247</sup> Това усложнява работата по управлението на риска като цяло, но от друга страна гарантира по-добрия му мониторинг.

Рискът от промени в държавното регулиране се свежда до факти, когато в сферата на макроикономическата политика може да бъде наложена по-тежка данъчна, амортизационна и ценова политика, политика на „скъпи“ пари, което ще повиши цената на кредита и ще измени условията за функциониране на кредитните институции. Във външноикономическите отношения могат да се въведат протекционистки мерки и да се засили валутният контрол. В резултат на това ще се увеличава степента на икономическия риск за страната като цяло, което ще намалява интереса на чуждестранните инвеститори и партньори за сътрудничество с националния капитал. В условията на политически и социален натиск в страната може да се прояви риск от промени в социалната ориентация на държавната политика, особено преди парламентарни, президентски и други видове избори, което е типично за България. А социално ориентираната политика, като правило, повишава стойността на работната сила, променя структурата на работната сила и структурата на работните места. Това може да доведе до увеличаване на разходите на бизнеса в сферата на възпроизводството на работната сила.

Според средата на възникване финансовите рискове могат да се анализират като външни и вътрешни. Към външните рискове се отнасят тези, които нямат отношение към дейността на субекта. Обикновено това са непредвидени промени в законодателството, регулиращо финансовата дейност, отсъствие на политическа стабилност и други подобни ситуации. Източник на вътрешни рискове е самата фирма или кредитна институция. Тези рискове възникват при неефективен мениджмънт, а също и в резултат на вътрешнофирмени злоупотреби. Особено значими вътрешни рискове са кадровите рискове, свързани с професионалното ниво и някои характерни черти на сътрудниците.

Анализът на класификационните признаци, видове и подвидове на риска, по наше мнение, може да продължи, но това ще води до изброяване на мненията на различни

---

<sup>247</sup> Zhelyazkova, V., Comparative Analysis of Methodologies for Environmental and Social Risk Management In Lending Applied by International Financial Institutions, Journal of International Scientific Publications: Ecology and Safety Volume 8, 2014, ISSN 1314-7234 (Online), Published at: <http://www.scientific-publications.net>, p. 617.

изследователи и експерти, което не дава отговор на основния въпрос – какъв подход, каква класификация се явява основна и в каква степен тя ще бъде способна да намалява степента на риска?

Най-важна за финансовите рискове и имаща най-голямо практическо значение е тяхната класификация като *оправдани* (правомерни) и *неоправдани* (неправомерни) рискове. За разграничаването им, по наше мнение, е необходимо да се отчита на първо място обстоятелството, че границата между тях в различните видове финансова дейност и различните сектори на икономиката е различна.

Всички рискове от гледна точка на възможността да бъдат застраховани могат също да се подразделят на рискове, които подлежат на застраховане и на рискове, които не подлежат на застраховане. По този начин някои видове рискове, които подлежат на застраховане, могат частично да бъдат прехвърлени на други финансови субекти (застрахователни компании) срещу определени разходи под формата на застрахователни вноски.

Застрахователният риск се отнася до вероятно събитие или съвкупност от събития, в случай на появата на което застрахователните компании приемат да извършват застраховане. В зависимост от източника на опасността застрахователните рискове се подразделят на рискове, свързани със стихийни бедствия и на рискове, свързани с целенасочена човешка дейност.

Целесъобразно е да се застраховат рискове, отнасящи се до вероятни загуби от:

- пожари и други стихийни бедствия;
- автомобилни аварии;
- повреда или унищожаване на имущество при транспорт;
- грешки на сътрудници във фирмата;
- предаване от сътрудници на фирмени тайни на конкурентите;
- неизпълнение на задължения от подизпълнителите;
- възможни смъртни случаи, заболяване или нещастни случаи на ръководители или водещи специалисти.

### **Заключение**

В заключение смятаме, че напълно да се избегне рискът е практически невъзможно, но анализирайки източника на загубите, субектът е в състояние да намали заплахата, т.е.



да намали действието на неблагоприятните фактори. Познаването на теорията в областта на управлението на финансовия риск позволява на практика да бъдат вземани правилни решения, а това от своя страна ще доведе до по-малък риск и до по-устойчиви печалби за икономическите субекти.

### **Използвана литература**

1. Альгин А.П., Грани экономического риска, М., 1991
2. Ангелов Р. , Сливанията и конкурентната среда в банковия сектор, Теория и практика на контрола, Издателство “Св. Григорий Богослов” София 2020, ISBN 978-954-8590-78-5 , стр. 108
3. Балабанов И.Т., Риск-мениджмент, М. 1996
4. Бек У., Световното рисково общество, С. 2002
5. Боди Зви, Мертон Роберт, Финанси, М, 2000
6. Гацова, В.,Съвременният лидер. Времева перспектива и управленски стил. София: „Св. Григорий Богослов“, 2020, ISBN 978-954-8590-86-0, с. 6.
7. Гъргаров З., Икономика и пазар, С. 2009
8. Димитров Я., „Синдромът на добрия войник“ и неговите интелигентни емоции, Издателство на ВУЗФ, 2019 г. IBSN 978-954-8590-58-7
9. Димитров, Ст. Корпоративни финанси, Издателство на ВУЗФ, София, 2010 г., ISBN 978-954-8590-01-3, стр. 31-63 и Димитров, Ст. Риск и доходност при инвестиране активите на допълнителните пенсионни фондове, Годишник на ВУЗФ том VIII 2012 г., Издателски комплекс „Св. Григорий Богослов”, София, 2012, ISSN 1312-7918, стр. 309-379
10. Драганов Хр., Управление на риска, С. 2003
11. Дракер, П. Рынок: как выйти в лидеры. Практика и принципы. М. 1992.
12. Желязкова, В. Климатичните промени и екологичният риск в дейността на финансовите институции. Изд. „Св. Гр. Богослов“, София, 2013 г., ISBN 978-954-8590-23-5, стр. 12
13. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости процента и денег, М.,1993
14. Тодоров, К. 2017. Теория на стратегическото управление, Издателство на ВУЗФ, стр. 306
15. Тодоров, К. Оперативна и производствена стратегия за бизнеса, Издателство на ВУЗФ, София, 2018, стр. 113
16. Уткин Э.А., Фролов Д.А., Управление рисками предприятия: учебно-практическое пособие, М. 2003
17. Черкасов В.В., Проблемы риска в управленческой деятельности, К. 1999
18. Чернова Г.В. Практика управления рисками на уровне предприятия, П., 2000
19. Чернова, Г., Кудрявцев, А., Управление рисками, М., 2006
20. Шапкин А.С., Шапкин В.А., Теория риска и моделирование рискованных ситуаций, М. 2014
21. Giddens, А., Modernity and Self-Identity: Self and Society in the Late Modern Age, Cambridge, 1991

22. Kitanov, Y. Are Risk Free Government Bonds Risk Free Indeed? *Economy & Business* ISSN 1314-7242, Volume 9, 2015, pp. 523-530, p. 530
23. Kitanov, Y. Portfolio Investment Risks: Typology and Mitigation. *Economy & Business* ISSN 1314-7242, Volume 10, 2016, pp. 332-338, p. 332
24. Zhelyazkova, V., Comparative Analysis of Methodologies for Environmental and Social Risk Management In Lending Applied by International Financial Institutions, *Journal of International Scientific Publications: Ecology and Safety* Volume 8, 2014, ISSN 1314-7234 (Online), Published at: <http://www.scientific-publications.net>, p. 617.
25. Zhelyazkova, V., Levels of Environmental Risk Management in Universal Banks, *Ecology & Safety*, ISSN 1314-7234, Volume 10, 2016, p. 480
26. Vazov R., "Inovative Approaches to Insurance Company Cash Flow Management (contemporary theoretical aspects)", VUZF Publishing House "St. Grigorii Bogoslov", 2019, ISBN: 978-954-8590-54-9

## С КАКВО МОЖЕ ДА НИ ПОМОГНЕ НАЛИЧНИЯТ ОПИТ ПРИ СПЕСТЯВАНЕТО НА ПЕНСИОННИ ПРОДУКТИ?

Борислава Ирибозова

В България пенсионна система съществува от 1889 г. Последната реформа се проведе през 2000 г., чиято цел бе да се намали ефекта от негативните демографски процеси в страната. В резултат на тази реформа в България бе въведена т. нар. тристълбова система за пенсионно осигуряване, модел съчетаващ предимствата на прихода-разпределителен и капиталовия принцип на осигуряване.

**Първият стълб** – Държавното обществено осигуряване е изграден на *прихода-разпределителен (солидарен) принцип* и се управлява от Националния осигурителен институт (НОИ). Осигуряването има *задължителен характер и обхваща цялото работещо население* в България. С постъпленията във фонд „Пенсии“ на НОИ, от вноските на работещите се изплащат пенсиите на настоящите пенсионери.

**Вторият стълб** – *Допълнителното задължително пенсионно осигуряване* е изграден на *капиталов принцип*. Допълнителното задължително пенсионно осигуряване се осъществява от *частни пенсионноосигурителни дружества, които управляват универсални и професионални пенсионни фондове*. В Универсален пенсионен фонд (УПФ) се осигуряват всички работещи лица, родени след 31.12.1959 г. В Професионален пенсионен фонд (ППФ) се осигуряват всички работещи лица, полагащи труд от първа и втора категория, без значение от възрастта им. Осигуряването и в двата фонда е със *задължителен характер*. Всяко осигурено лице прави *вноски, които се натрупват по негова индивидуална партида, на чиято база се изчислява пенсията му*.

**Третият стълб** – *Допълнителното доброволно пенсионно осигуряване* също като втори стълб е *изграден на капиталов принцип и функционира по същия начин като втория* - всяко осигурено лице прави вноски, които се натрупват по негова индивидуална партида, на чиято база се изчислява пенсията му. Разликата е, че участието в доброволните пенсионни фондове (ДПФ) е *доброволно*.<sup>248</sup>

---

<sup>248</sup> Комисия за финансов надзор – Какво трябва да знам за допълнителното пенсионно осигуряване, 2009,

Този модел дава възможност, в допълнение към държавната пенсия, да получаваме и пенсии от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване, управлявани от частни пенсионноосигурителни дружества.

Всяка пенсионна система има за цел да замести дохода в активна трудова възраст с доход, който се получава в период, през който осигуреното лице поради старост не може да извършва трудова дейност, с доходите от която да се издържа. За постигането на целите на пенсионната система може да се съди по това доколко ефективно се замества доход и какъв процент от дохода се замества при пенсиониране.

Вторият стълб от т. нар. тристълбова система за пенсионно осигуряване е допълнителното задължително пенсионно осигуряване (според нас би било редно да се нарича допълващо задължително осигуряване, за да не се бърка свободата и доброволността обикновено свързвана с допълнителния характер със задължителността на осигуряването), което действа на капиталов принцип. Вноските постъпват в частни пенсионни фондове, които инвестират средствата на осигуряващите се в тях лица в определените от закона инструменти и разпределят доходност върху внесените суми. След 2015 г. се даде възможност осигуреното лице да избира дали да се осигурява в УПФ или във фонд Пенсии на ДОО, с което този стълб се превърна в квази задължителен.

Вторият стълб на системата, функциониращ на капиталов принцип е *недостатъчен при сегашните нива на вноски, тъй като един процент осигурителна вноска може да замести максимум три процента от дохода при 40 години осигурителен период*. Това е при предположение, че работната заплата нараства в крак с инфлацията и доходите от инвестирането на пълния размер на вноските изпреварват инфлацията и са над нея с 1 %. При негативна средна реална доходност (отрицателен реален процент на растеж) за 40 годишен период на осигуряване нещата биха изглеждали доста по-зле.

Допълнителното задължително пенсионно осигуряване зависи от размера и регулярността на осигурителните вноски от доходност при управлението на средствата по партидите.<sup>249</sup>

---

стр. 3

<sup>249</sup> Как функционира пенсионната система в България? <https://www.pensiopedia.bg/пенсионната-система-в-България>

Вторият стълб от пенсионно осигурителната система в България е схема с дефинирани вноски и се състои от два компонента – универсални и професионални пенсионни фондове.

Универсалните пенсионни фондове (УПФ) представляват задължителна допълнителна капиталово-покривна схема, която обхваща лицата, родени след 31.12.1959 г. УПФ се финансират посредством 5% осигурителна вноска, която се разпределя между работодателя (2,8 %) и работника (2,2 %). Всеки осигурен в УПФ има индивидуален осигурителен номер и индивидуална осигурителна партида. В тези партиди вноските, които прави лицето се натрупват и капитализират. Преразпределение на средствата между индивидуалните партиди не се допуска, също така натрупаните средства не подлежат на заповед или принудително изпълнение. Натрупаните средства са наследими и прехвърляеми по всяко време от съпрузите, родителите и децата. Допълнителната пенсия се изчисляват на базата на натрупаните средства от вноски и доходността от инвестиции. Режимът на инвестиране на средствата от вноски в задължителния втори стълб е регламентиран в Кодекса за Социално Осигуряване. Портфейлът на инвестициите включва различни инструменти като ценни книжа, държавни облигации и недвижими имоти.

Изборът на УПФ е личен и свободен. При или по повод този избор пенсионноосигурителните дружества, техните акционери, осигурителни посредници или други лица нямат право да предоставят, да предлагат или да обещават под каквато и да е форма специални привилегии, подаръци, услуги или други облаги на осигуреното лице.

В Таблица 1 е показано разпределението на броя лица в универсалните пенсионни фондове през 2019 г. От 94 хиляди новоосигурени лица, 88 % не са избрали фонд, а са подлежали на служебно разпределение. Това показва незаинтересованост на новоосигурените лица. Причина за това може да бъде факта, че младите нямат необходимата осигурителна култура. Необходимо е всички заинтересовани страни – държавата, работодателите и синдикалните организации перманентно да провеждат информационни кампании на достъпен за осигурените лица език, с което да се повишава информираността, ангажираността и осигурителната култура на гражданите.

Таблица 1<sup>250</sup>: Брой лица с новоприети заявления и служебно разпределени, постъпили в

Показател	Брой лица с новоприети заявления	Относителен дял от общия брой новоприети заявления	Брой лица от служебно разпределение	Относителен дял от общия брой служебно разпределени	Общо постъпили лица за 2019 г. (к.1+к.3)	Относителен дял на служебно разпределените към общо постъпили лица (%)
УПФ	1	2	3	4	5	6
а						
УПФ "ДОВЕРИЕ"	2 188	20.13	10 347	12.52	12 535	82.54
УПФ "СЪГЛАСИЕ"	603	5.55	8 955	10.83	9 558	93.69
УПФ "ДСК-РОДИНА"	632	5.82	7 399	8.95	8 031	92.13
ЗУПФ "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ"	2 684	24.70	11 423	13.82	14 107	80.97
"ЕН ЕН УПФ"	1 263	11.62	8 390	10.15	9 653	86.92
УПФ "ЦКБ-СИЛА"	946	8.71	8 543	10.34	9 489	90.03
"УПФ - БЪДЕЩЕ"	2 054	18.90	14 479	17.52	16 533	87.58
УПФ "ТОПЛИНА"	440	4.05	7 747	9.37	8 187	94.63
УПФ "ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛЕН	57	0.52	5 376	6.50	5 433	98.95
ОБЩО	10 867	100.00	82 659	100.00	93 526	88.38

УПФ през 2019 г.

Източник: КФН

Професионалните пенсионни фондове (ППФ) представляват задължителна допълнителна капиталово-покривна схема, която дава възможност за получаване на срочна пенсия за ранно пенсиониране (след 31.12.2014 г.) на работещите при условията на първа и втора категория труд. Това е трудът, положен при тежки условия – под земята, във въздуха, под водата, определени дейности в химическата, добивната и др. промишлености, в транспорта и други. Осигурителната вноска е месечна в размер 12 % от осигурителния доход на лицата, работещи при условията на първа категория труд, и 7 % от осигурителния доход на лицата, работещи при условията на втора категория труд, като е изцяло за сметка на работодателя.

В Таблица 2 е показано разпределението на броя лица в професионалните пенсионни фондове през 2019 г. От 13 хиляди осигурени лица, за първи път попаднали в категорията изискваща осигуряване в професионален пенсионен фонд, 88 % не са избрали фонд, а са подлежали на служебно разпределение. Това отново показва ниска осигурителна култура незаинтересованост на осигурените лица.

<sup>250</sup> Резултати от промяна на участието и прехвърляне на средства на осигурени лица от един в друг съответен пенсионен фонд за четвъртото тримесечие и за 2018 г.

Таблица 2<sup>251</sup>: Брой лица с новоприети заявления и служебно разпределени, постъпили в

Показател	Брой лица с новоприети заявления	Относителен дял от общия брой новоприети заявления	Брой лица от служебно разпределение	Относителен дял от общия брой служебно разпределени	Общо постъпили лица за 2019 г. (k.1+k.3)	Относителен дял на служебно разпределените към общо постъпили лица (%)
ППФ	1	2	3	4	5	6
ППФ "ДОВЕРИЕ"	315	19.70	1 444	12.39	1 759	82.09
ППФ "СЪГЛАСИЕ"	253	15.82	1 604	13.77	1 857	86.38
ППФ "ДСК-РОДИНА"	66	4.13	1 056	9.06	1 122	94.12
ЗППФ "А.ЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ"	97	6.07	892	7.66	989	90.19
"ЕН ЕН ППФ"	85	5.32	986	8.46	1 071	92.06
ППФ "ЦКБ-СИЛА"	255	15.95	1 682	14.44	1 937	86.84
"ППФ - БЪДЕЩЕ"	298	18.64	1 782	15.30	2 080	85.67
ППФ "ТОПЛИНА"	228	14.26	1 489	12.78	1 717	86.72
ППФ "ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛЕН"	2	0.13	715	6.14	717	99.72
<b>ОБЩО</b>	<b>1 599</b>	<b>100.02</b>	<b>11 650</b>	<b>100.00</b>	<b>13 249</b>	<b>87.93</b>

ППФ през 2019 г.

Източник: КФН

България е една от страните, които са въвели лични пенсионни схеми през 1994 г. Капиталовите пенсии са част от цялата пенсионна система. Съществуващите от 25 години лични пенсионни осигуровки в България все още не са добре развити. Броят на осигурените е над 640 хиляди (Таблица 3) с натрупани активи от 1 850 млн. лева. Средноаритметичната номиналната доходност на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване за 2018 г. е отрицателна – -3,19% (Таблица 4). В сравнение с предходните години данните за 2018 г. показват отрицателно движение на пазара на инструментите, в които пенсионните фондове инвестират, като това е валидно за всички пенсионни фондове. Като добавим и инфлацията за 2018 г., която е 2,80%, това означава загуба 6% реална доходност. Ако вземем предвид факта, че номиналната доходност не отчита таксите събирани от всяка вноска, вероятно анализът в глава първа ще покаже, че тази загуба на реална доходност е още по-висока.

Няма информация нито от КФН, нито от администраторите на пенсии за броя на лицата с личен принос и активен договор. Въз основа на някои предположения, броят на осигурените лица с личен ДПФ може да бъде оценен на 100 000 души и среден годишен принос от 800 лева, които представляват 6% от средния брутен доход на едно лице за 2019 г.<sup>252</sup> Този процент може да даде максимум 18 % заместващ доход след пенсиониране, при положение, че осигуряването продължи 40 години. Като се има предвид ниският брой доброволно осигуряващи се лица, едва ли периодът на

<sup>251</sup> Резултати от промяна на участието и прехвърляне на средства на осигурени лица от един в друг съответен пенсионен фонд за четвъртото тримесечие и за 2018 г.

<sup>252</sup> Readiness of Bulgaria to participate in the system of a pan-European personal pension product, p. 7

осигуряване за тези лица ще бъде по-голям от максимум 15 – 20 години. По данни на Националния статистически институт броят на заетите лица на възраст 15 и повече навършени години през 2019 е 3 233 100 души или коефициент на заетост 54,2%. От тези 3 233 100 души 96 800 са на възраст над 64 години. Ниският обхват от едва 3 %, при предположение, че редовно осигуряващите се в доброволни пенсионни фондове лица са 100 000 души, е проблем за ефективността. Разходите се разпределят по малък брой осигурени и нисък обем на активите. Освен това малките пенсионни фондове създават допълнителни рискове за осигурените лица. Причините за това са различни и повечето от тях са извън пенсионната индустрия. Ако допуснем, че редовно осигуряващите се лица са 50 000 души изводите биха били още по-негативни.

Таблица 3<sup>253</sup>: Осигурени лица във фондовете за допълнително пенсионно осигуряване по пол и възраст към 31.12.2019 г.

Пол	Общо	15-19 г.	20-24 г.	25-29 г.	30-34 г.	35-39 г.	40-44 г.	45-49 г.	50-54 г.	55-59 г.	60-64 г.	над 64 г.	Средна възраст*
<b>Доброволни пенсионни фондове (ДПФ)</b>													
Мъже	365 718	171	3 218	9 379	18 938	28 245	40 084	53 068	57 889	52 479	36 779	65 468	52.3
Жени	274 387	110	1 760	5 934	13 356	21 492	31 547	38 461	43 876	41 944	28 350	47 557	52.3
Всичко	640 105	281	4 978	15 313	32 294	49 737	71 631	91 529	101 765	94 423	65 129	113 025	52.3
<b>Доброволни пенсионни фондове по професионални схеми (ДПФПС)</b>													
Мъже	2 711	0	47	239	443	550	388	357	284	213	99	91	42.2
Жени	5 942	1	140	654	1 090	1 118	918	683	609	467	195	67	40.8
Всичко	8 653	1	187	893	1 533	1 668	1 306	1 040	893	680	294	158	41.3

Пол	Общо	15-19 г.	20-24 г.	25-29 г.	30-34 г.	35-39 г.	40-44 г.	45-49 г.	50-54 г.	55-59 г.	60-64 г.	над 64 г.
<b>ДПФ</b>												
Мъже	2 014.99	1 105.08	462.33	765.67	1 376.29	1 548.41	2 094.68	2 365.86	2 619.96	2 512.60	2 145.51	1 318.40
Жени	1 630.42	1 651.05	2 604.98	725.31	1 177.02	1 536.32	1 844.25	1 800.34	1 942.14	1 734.48	1 749.03	1 147.76
Общо	1 850.14	1 318.80	1 219.87	750.03	1 293.88	1 543.18	1 984.39	2 128.22	2 327.71	2 166.95	1 972.93	1 246.60
<b>ДПФПС</b>												
Мъже	1 632.76	0.00	298.11	678.94	1 235.33	1 748.99	1 952.78	1 973.64	2 064.74	1 664.82	2 388.71	1 112.02
Жени	1 981.97	163.06	412.87	803.38	1 140.38	2 151.12	2 234.37	2 610.79	2 989.46	2 784.67	2 587.27	1 278.30
Общо	1 872.56	163.06	384.03	770.08	1 167.82	2 018.52	2 150.71	2 392.08	2 695.37	2 433.89	2 520.41	1 182.53

Източник: КФН

<sup>253</sup> Осигурени лица и натрупани средства във фондовете за допълнително пенсионно осигуряване към 31.12.2018 г. по пол и възраст



Таблица 4<sup>254</sup>: Номинална доходност за периода 2014 - 2018 г. и средногеометрична номинална доходност на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване

ДОБРОВОЛНИ ПЕНСИОННИ ФОНДОВЕ

Наименование	Доходност за 2014 г.	Доходност за 2015 г.	Доходност за 2016 г.	Доходност за 2017 г.	Доходност за 2018 г.	Средногеометрична доходност за периода 2014-2018 г.
ДФФ "ДОВЕРИЕ"	7.59%	1.84%	6.00%	8.73%	-4.24%	3.87%
ДФФ "СЪГЛАСИЕ"	3.36%	5.81%	8.71%	8.47%	0.72%	5.37%
ДФФ "ДСК - РОДИНА"	7.72%	1.21%	5.36%	9.56%	-5.62%	3.50%
ДФФ "АЛИАНЦ БЪЛГАРИЯ"	6.92%	0.54%	4.28%	6.57%	-6.16%	2.31%
"ЕН ЕН ДПФ"	7.69%	1.84%	5.86%	7.82%	-5.00%	3.53%
ДФФ "ЦКЪ-СИЛА"	4.50%	3.55%	4.89%	7.25%	0.16%	4.04%
"ДФФ - БЪДЕЩЕ"	0.73%	2.71%	0.51%	5.69%	-0.49%	1.81%
ДФФ "ТОПЛИНА"	5.32%	2.96%	2.96%	4.51%	-1.02%	2.92%
ДФФ "ПЕНСИОННООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ"	9.65%	1.39%	8.66%	8.50%	-7.02%	4.04%
<b>Немодифицирана претеглена доходност</b>	<b>6.64%</b>	<b>1.68%</b>	<b>5.23%</b>	<b>7.52%</b>	<b>-4.56%</b>	-
<b>Средноаритметична доходност</b>	<b>5.94%</b>	<b>2.43%</b>	<b>5.25%</b>	<b>7.46%</b>	<b>-3.19%</b>	-

ДОБРОВОЛЕН ПЕНСИОНЕН ФОНД ПО ПРОФЕСИОНАЛНИ СХЕМИ

Наименование	Доходност за 2014 г.	Доходност за 2015 г.	Доходност за 2016 г.	Доходност за 2017 г.	Доходност за 2018 г.	Средногеометрична доходност за периода 2014-2018 г.
ДФФПС "ДСК - РОДИНА"	7.33%	0.76%	4.80%	9.27%	-5.94%	3.10%

Източник: КФН

Пазарът на доброволно пенсионно осигуряване е по-скоро пазар на използване на данъчни преференции чрез доброволно пенсионно осигуряване, като средствата внасяни през годината до голяма степен се изтеглят от осигурените лица след приключването на финансовата година. Поради тази причина системата не е достатъчно ефективна, за да осигури заместване на доходите чрез доброволно спестяване. Системата не се използва за реално дългосрочно спестяване, а по-скоро се ползва да постигане на положителни данъчни ефекти особено за лицата с висок доход. За да се стимулира дългосрочното спестяване е необходим механизъм за компенсиране на данъчните загуби на държавата при изтегляне на средства от пенсионните фондове преди пенсиониране. *Алтернативното инвестиране* и ползването на данъчните ефекти за осигурените лица *от застрахователи, банки, инвестиционни посредници* и други ще даде възможност за *стимулиране* на дългосрочните спестявания на осигурените лица *при повече конкуриращи се алтернативни възможности за инвестиции*, както и възможности за *мобилност* на пенсионните спестявания не само в България, но и в ЕС.

Пенсионните системи в страните членки на ЕС са различни за всяка една и зависят от решенията на правителствата и законодателните органи. Различните пенсионни схеми

254 Информация за постигнатата доходност и равнището на инвестиционния риск при управлението на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване за 2018 г.

при които се акумулират различни права създават пречки за трансграничното движение на работници и граждани. *Нехомогенния характер на доходите от пенсии е пречка за развитието на ЕС.* Държавните пенсионни системи са под натиск да намалят разходите, за да намалят публичния дълг и дефицита на държавния бюджет. От друга страна неблагоприятния демографски климат оказва също натиск и засилва още повече този ефект. В същото време пенсията от приходно разпределителните схеми замества малка част от работната заплата в повечето страни от ЕС.

*Минималното целево ниво на коефициентът на заместване на дохода след пенсиониране в ЕС е 60%. В над шестнадесет държави-членки, този коефициентът е под 60%. Сред тези страни е и България. Разликата между целевата и реалната ставка е разликата в пенсиите. Тази липса не може да бъде запълнена чрез увеличаване на разходите за държавни пенсии като процент от брутният вътрешен продукт (БВП)<sup>255</sup>, тъй като делът на пенсионните разходи от БВП варира значително за държавите-членки. Данните на Европейската комисия за дела на пенсионните разходи, като процент от БВП (Таблица 5) показват, че през 2016 г. в България този дял е 9,6%, което е под средното ниво за ЕС - 11,2%. За сравнение в нашата съседка Гърция, делът на разходите за пенсии е най-висок в целия ЕС – 17.3%, което се дължи на факта, че заместването на дохода след пенсиониране в Гърция е най-високо в целия ЕС. След кризата с гръцкия външен дълг в Гърция бяха предприети законови мерки за ограничаване на щедростта на пенсионната система. Прогнозата, която може да се изведе от данните представени в таблицата е, че до 2070 г. делът на разходите за пенсии, като процент от БВП на България ще бъде равен и дори може да надвишава в определени периоди средния процент за ЕС.*

---

<sup>255</sup> Readiness of Bulgaria to participate in the system of a pan-European personal pension product, p. 3

Таблица 5<sup>256</sup>: Дял на пенсионните разходи, като процент от БВП на страните членки на ЕС

Table III.1.66: Public pensions, gross as % of GDP														
Country	Ch 16-70	2018	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060	2065	2070	% Change
BE	2.9	12.1	12.6	13.4	13.8	14.2	14.5	14.6	14.7	14.8	14.9	15.0	15.0	-19.38%
BG	1.4	9.6	9.1	8.9	9.0	9.4	9.8	10.4	11.1	11.5	11.6	11.3	10.9	-12.42%
CZ	2.8	8.2	8.1	8.1	8.2	8.5	9.2	10.1	10.8	11.5	11.6	11.3	10.9	-25.26%
DK	-1.9	10.0	9.3	8.8	8.6	8.4	8.2	7.9	7.8	7.6	7.5	7.8	8.1	23.54%
DE	2.4	10.1	10.3	10.8	11.5	11.9	12.0	12.1	12.2	12.4	12.5	12.5	12.5	-19.35%
EE	-1.8	8.1	7.8	7.3	7.2	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.9	6.6	6.4	27.94%
IE	1.6	5.0	5.1	5.5	5.8	6.3	6.7	7.1	7.4	7.5	7.2	6.9	6.6	-24.22%
EL	-6.6	17.3	13.4	12.2	12.0	12.3	12.9	12.6	12.5	11.9	11.5	11.3	10.6	62.37%
ES	-1.5	12.2	12.3	12.4	12.6	13.2	13.9	14.4	13.9	12.6	11.4	10.9	10.7	13.66%
FR	-3.3	15.0	15.0	15.3	15.4	15.3	15.1	14.4	13.8	13.1	12.5	12.1	11.8	28.05%
HR	-3.8	10.6	10.4	10.5	10.0	9.1	8.3	7.8	7.4	7.2	7.0	6.9	6.8	55.47%
IT	-1.7	15.6	15.6	16.4	17.2	18.2	18.7	18.4	17.3	15.9	15.1	14.3	13.9	12.59%
CY	2.3	10.2	10.2	10.6	10.9	11.5	11.5	11.4	11.3	11.8	12.0	12.1	12.4	-18.23%
LV	-2.6	7.4	6.8	6.2	6.2	6.3	6.3	6.1	6.1	6.1	5.6	5.1	4.7	54.78%
LT	-1.7	6.9	7.0	6.9	7.1	7.2	7.0	6.8	6.5	6.3	6.0	5.6	5.2	32.46%
LU	8.9	9.0	9.0	9.4	10.2	10.8	11.5	12.2	13.0	14.3	16.0	17.2	17.9	-49.62%
HU	1.5	9.7	9.0	8.7	8.4	8.6	9.4	10.3	10.6	10.8	11.1	11.2	11.2	-13.68%
MT	2.9	8.0	7.8	7.4	7.1	7.1	7.3	7.9	8.7	9.6	10.5	10.9	10.9	-26.26%
NL	0.6	7.3	7.0	7.1	7.5	8.1	8.5	8.4	8.2	8.0	7.9	7.9	7.9	-7.13%
AT	0.5	13.8	13.9	14.0	14.4	15.0	14.9	14.6	14.6	14.7	14.7	14.5	14.3	-3.71%
PL	-1.0	11.2	11.1	11.2	11.0	10.8	10.8	11.0	11.2	11.3	11.1	10.8	10.2	9.99%
PT	-2.2	13.5	13.6	13.9	14.3	14.7	14.7	14.5	13.7	12.8	12.0	11.4	11.4	19.23%
RO	0.7	8.0	7.3	6.9	6.6	7.2	7.7	8.3	8.7	9.0	8.9	8.9	8.7	-8.08%
SI	3.9	10.9	11.0	11.1	12.0	13.1	14.2	15.1	15.6	15.6	15.2	14.9	14.9	-26.46%
SK	1.2	8.6	8.3	7.8	7.6	7.6	7.8	8.3	8.8	9.4	9.9	10.0	9.8	-12.26%
FI	0.6	13.4	13.8	14.5	14.8	14.5	13.9	13.4	13.2	13.2	13.5	13.8	13.9	-4.04%
SE	-1.2	8.2	7.6	7.4	7.2	7.0	6.8	6.6	6.6	6.8	7.0	6.9	7.0	17.24%
UK	1.7	7.7	7.7	8.0	8.0	8.4	8.6	8.3	8.3	8.6	8.9	9.2	9.5	-18.28%
NO	2.1	10.7	11.0	11.5	11.7	11.9	11.9	11.9	12.0	12.2	12.5	12.7	12.8	-16.60%
EU*	-0.2	11.2	11.1	11.4	11.6	11.9	12.0	11.9	11.7	11.5	11.3	11.1	11.0	1.66%
EA	-0.4	12.3	12.3	12.6	13.0	13.4	13.5	13.4	13.1	12.7	12.4	12.1	11.9	3.36%
EU27	-0.5	11.9	11.8	12.0	12.3	12.6	12.7	12.6	12.4	12.1	11.8	11.6	11.4	4.39%
EU**	0.2	10.3	10.0	10.0	10.2	10.4	10.6	10.7	10.7	10.8	10.7	10.6	10.5	-2.23%

Източник: *The 2018 Ageing Report*

Постигането на *адекватни и устойчиви пенсии* е основна цел не само на ЕС но и на всяка икономика. Държавното ограничаване на стимулите за раждаемостта в Китай например може да се окаже пагубно в дългосрочен план, когато дойде време за пенсиониране на сегашното население в трудоспособна възраст и стотици милиони китайци излязат от пазара на труда подобно на излизането на бейби бумерите в ЕС и САЩ. *Развитието на капиталовите пенсии е една от предложените мерки, за постигането на адекватни и устойчиви пенсии.* При капиталовите пенсии средствата се натрупват по време на целия трудов стаж на лицето, а размерът на пенсията зависи съответно от натрупаната сума. *Инфлационните процеси обаче оказват влияние върху покупателната способност на тези суми и коефициентите на заместване.* Развитието на *професионалните пенсионни схеми* е един от начините за увеличаване на ролята на капиталовите пенсии. Професионалното пенсионно осигуряване е добре развито в страни като Германия, Холандия и Дания, тъй като това са страни със силни икономика

<sup>256</sup> The 2018 Ageing Report: cross country tables, May 2018

градена с години. В България, както и в други страни от Централна и Източна Европа, професионалните пенсионни схеми не са разработени все още.

Според Европейската Комисия има 72 различни вида индивидуални пенсии, тъй като в 22 от 25 държави-членки<sup>257</sup> съществуват различни вариации на персонално пенсионно осигуряване. По тези схеми *осигуровката се решава от наетия*, който избира размера на вноската, началото, периода на осигуряване и пенсионния план. Един *хармонизиран продукт, който да бъде универсален за всички страни членки* значително би спомогнал за свободното движение на хора и пенсионни капитали между страните членки, без да се внася ущърб върху правата на осигуреното лице.

На равнище ЕС личните пенсии, ЛПП (лични пенсионни продукти) и РЕРР се разбират като *продукти, установени на базата на индивидуално членство и продажба на дребно*. Основните характеристики на личните пенсионни продукти са: индивидуално членство; плащане на вноски по индивидуална сметка; *изрична цел за пенсиониране* - определена в правното основание; *ранното изтегляне на натрупания капитал е ограничено или санкционирано*; доставчиците са *частни предприятия* и се финансират ПЧП.

РЕРР трябва да включва опция за инвестиране по подразбиране, като доставчиците могат да предлагат *до пет различни инвестиционни опции*. Доставчиците, които могат да кандидатстват за разрешение за продажба на РЕРР са определени в регламента: *кредитни институции, застрахователни предприятия, институции за професионално пенсионно осигуряване, инвестиционни посредници, инвестиционни компании; управляващи дружества и управители на фондове за алтернативни инвестиции*. Също така трябва да предвижда *финансова гаранция*, с която да гарантира на спестителя *поне инвестирания от него капитал*. Разходите и таксите няма да имат специфични ограничения, с изключение на смяната на доставчиците, при които първото прехвърляне на активи и правото на информация са добре описани в предложения регламент. Продажбите на услугите ще са възможни онлайн. РЕРР определя правила за паспорта на продуктите – *безплатното предлагане на услугата във всички държави-членки след разрешение*. Той ще функционира чрез централизиран регистър на ЕС в рамките на ЕОЗППО.

---

<sup>257</sup> Readiness of Bulgaria to participate in the system of a pan-European personal pension product, p. 3

Потенциалните пречки за общ режим в ЕС по отношение на продукта са ограниченията върху инвестициите в чуждестранни валути, ограниченията за прехвърляемост, разликите в данъчното облагане и преференции за пенсионните продукти и договорното право на страните членки.

Може би един от най-важните моменти са гаранциите, заложи в паневропейския пенсионен продукт. Общото разбиране е, че *гаранциите следва да бъдат разрешени, но не са необходими*. Гаранциите са важни за задълженията на предприятието, техническите резерви и капиталовите изисквания. Увеличеното изискване като задължителен елемент ще бъде огромна пречка за въвеждането на нов режим на равнище ЕС.

Прилагането на РЕРР и въвеждането на ЛПП от нов режим може да подобри регулирането на всички ЛПП. Въвеждането на РЕРР означава да се създаде стандартизиран общоевропейски личен пенсионен продукт, чрез отделен набор от *правила на ЕС, които не заменят настоящите и националните правила*, а вместо това са алтернатива на последната. Вторият вариант, който съществува е да се прилагат *правила, установени в директива*, и хармонизиране на настоящите и националните изисквания за ЛПП.

ЕОЗППО препоръчва въвеждането на т. нар. втори режим, тъй като според тях прилагането на РЕРР е възможност за подобряване на настоящите лични пенсии.

Разбира се, очакваното въздействие на този нов режим ще бъде по-голямо за страни като България, тъй като професионалните пенсионни схеми са по-слабо развити в държавите-членки от Централна и Източна Европа<sup>258</sup>.

Понастоящем пенсионната система PAYG е преобладаващият пенсионен доход в България. Размерът на пенсиите в страната е много нисък – средната стойност на пенсията за 2019 г. е 386 лева. като коефициентът на заместване на пенсиите е 41%. Държавният бюджет осигурява повече от 50% от разходите за пенсионна система, което създава несигурност за бъдещия растеж на размера на пенсията. Друг основен проблем в България са *негативните демографски тенденции* - отрицателен естествен прираст на населението и емиграцията на младите хора. Резултатът от тези демографски проблеми

---

<sup>258</sup> Readiness of Bulgaria to participate in the system of a pan-European personal pension product, p. 6

е, че България се нарежда сред страните членки с един от най-големите дялове на хората на възраст 65 и повече години като процент от общото население.

Високият дял на възрастните хора води до *натиск върху държавния бюджет за финансиране на пенсионните плащания* - намаляването на броя на работниците трябва да финансира пенсиите на нарастващия брой пенсионери. Поради тази причина увеличаване на пенсиите и достигането на 60% заместване на дохода на едно лице преди пенсиониране е почти *невъзможно на приходо-разпределителен принцип*. Най-доброто решение на проблема с недостатъчният размер на пенсиите изглежда би било *повишаването на ролята на личните пенсии*. От една страна, личната пенсия ще бъде добавена към пенсионната система, която ще доведе до увеличаване на процента на заместване на пенсиите. От друга страна, *частната пенсия е свързана с личната вноска във фонда и това е начинът да се увеличи интересът за участие в системата*. Рисковете пред капиталовите системи обаче също трябва да бъдат взети под внимание, за да се постигне ефективен модел на регулация.

За целите на въвеждането на РЕРР, в България ще трябва да се направят промени, тъй като има разлики в съществуващото регулиране на индивидуалното осигуряване на Доброволните пенсионни фондове в България и новият режим на РЕРР.

Една от разликите е, че в България *администратор на пенсионни продукти може да бъде само една институция - пенсионноосигурителната компания*. В други страни от ЕС банки, управители на активи или животозастрахователни дружества получават някои от или всичките дейности по администриране на пенсионни продукти - продажба, регистриране, управление на активи и обслужване на пенсионни плащания. По-голямата част от личните пенсионни контракти в ЕС се издават и управляват от животозастрахователни компании.

По-сериозните несъответствия между ДПФ в България и РЕРР са само в три области: институциите, които могат да бъдат администратори на пенсии; санкции или определени ограничения за ранно изтегляне и данъчен режим на осигуровката. Разликите в инвестиционните възможности и гаранциите могат да бъдат решени с леки промени в законодателството. Предизвикателство за българския пазар ще бъде прилагането на принципа на правото на свобода на обслужване. Фондовете, регистрирани в други държави-членки на ЕС, могат да откраднат клиенти на местните компании и по този начин допълнително да намалят обхвата на местните личните пенсионни продукти. Този

извод обаче е спорен *защото подобни предизвикателства в застрахователния и банковия сектор не оказаха сериозно влияние върху пазара.*

Ранното изтегляне на лични пенсионни активи в България е без ограничение, за разлика от много държави-членки на ЕС. В България се налага единствено фискална санкция в размер на спестения данък за осребряване на пенсионните спестявания. От друга страна *ограничаването на възможността за ранно изтегляне може да доведе трайно до отрицателно въздействие върху пазара на лични пенсионни продукти.*

Различен е и прилаганият данъчен режим - за ДПФ е в сила данъчен режим ЕЕО. Това означава, че *вноските са освободени от данъци до определени суми, доходът от инвестиции е освободен, както и пенсията.*

В България *няма финансови гаранции*, каквито са предложени в РЕРР, за нея обаче не е ясно каква ще бъде – брунтните платени вноски или инвестираният капитал след такси и комисионни.

Потенциален проблем е начинът, по който тези пенсионни продукти ще станат по-привлекателни за потребителите, т.е. потенциални спестители на пенсии. Също така *не е ясно как този пенсионен продукт ще гарантира по висока рентабилност* и как ще се съвмести с повишената мобилност на европейските граждани. За да се повиши доверието на потребителите в този продукт, ще е необходимо да се подобри информираността на потребителите, както и да се увеличи защитата на доброволните спестявания при лично пенсиониране.

За пазара на финансови продукти е важно, по какъв начин е предоставена информацията, тъй като личните предпочитания на потребители на този тип услуги са строго индивидуални.

За да се стигне до промени в законодателството в бъдеще, ще трябва да се оцени общественото мнение за индивидуалните пенсии в България. Становището на всички заинтересовани страни трябва да се има предвид при евентуално предложение за промени в законодателството.

България има добра базова рамка за личните пенсии в съществуващия Доброволен пенсионен фонд, въпреки несъответствията с РЕРР. Промените, до които ще доведе въвеждането на РЕРР в националното законодателство, не са фундаментални. *България*

*все още не е приела стратегическа политика за адекватни и устойчиви пенсии.* Отговорност на правителството е да създаде рамка за достъпни, прозрачни и рентабилни продукти за пенсиониране.

Капитало-покривните системи допълват прихода-разпределителните, но все още не дават адекватно заместване на доходите. Задължителните капитално-покривни системи в България не могат да постигнат адекватна компенсация на част от доходите при тези нива на осигурителни вноски. При сегашния размер на вноските капитално-покривните системи заместват в най-добрия случай 15% от доходите преди пенсиониране и то ако тези доходи преди пенсиониране са били до нивото на осигурителния максимум, тъй като 1% вноски от осигурителния доход може да замести до 3% от този доход преди пенсиониране. Доходите преди пенсиониране над осигурителния максимум по никакъв начин не се заместват от задължителната капитално-покривна система. Увеличаването на размера на задължителните вноски обаче увеличава тежестта върху работодателските и личните бюджети и може да окаже натиск върху заетостта.

За да се контролира риска от отрицателен реален доход при капитално-покривните системи е необходим постоянен мониторинг на реалния доход и изследване на реалния доход върху общия размер на вноските за да се постигне информираност за това има ли гаранции върху покупателната способност на внесените в задължителния и доброволен стълбове на капитално-покривната система средства.

Натрупаното познание през последните 20 години и анализът на развитието на капиталовата система за пенсионно осигуряване, показва, че при сегашните нива на осигурителни вноски, не може да се постигне адекватно заместване на дохода преди пенсиониране. Липсата на конкурентни алтернативи на дългосрочни спестявания с данъчни преференции, на които се радва сегашната пенсионна система също не може да даде ясна картина за възможните инструменти за пенсионни спестявания. Ниската пенсионна култура и незаинтересованост на хората в България, към предложенията на сегашната система би могла да се промени чрез въвеждането на нови транспарантни и преносими продукти, каквато е ПЕПП. Необходима е широка популяризация на разбираем език, за да може да се повиши културата на дългосрочните пенсионни спестявания. Очевидно е, че е нужна основна промяна в пенсионното осигуряване и национална стратегия за устойчиво развитие на системата, за да се постигнат трайни ефекти в нея.



# ПРАКТИЧЕСКИ ПОДХОДИ ЗА ФОРМИРАНЕ НА ПОРТФЕЙЛ ОТ ФИНАНСОВИ АКТИВИ

Мария Филиповска-Димитрова  
Докторант във ВУЗФ

## Резюме

Управлението на портфейли е дейност, която е същинска за управлението на парите от всички икономически субекти. Съвременната теория за тази дейност схваща управлението на портфейл като съвкупност от всички активности, целящи реализирането на печалба при използването на всички, без изключение видове активи, с които субектите разполагат. Финансовите активи обаче продължават да имат доминиращо значение. Първата и най-важна част от управлението на един портфейл е неговото структуриране. В тази връзка възниква въпросът – какви стъпки трябва да се следват, за да се постигне оптимално формиране на един портфейл от финансови активи. Настоящият доклад има за цел да изясни принципните положения в тази толкова важна област на финансовото управление.

Ключови думи: финансови активи, риск, възвращаемост, управление на портфейл

## Abstract

Portfolio management is an activity that is essential for the management of money by all economic entities. Modern theory of this activity understands portfolio management as a set of all activities aimed at making a profit from the use of all, without exception, types of assets that entities have. However, financial assets continue to dominate. The first and most important part of portfolio management is its structuring. In this regard, the question arises - what steps should be followed to achieve optimal formation of a portfolio of financial assets. This report aims to clarify the principles in this important area of financial management.

**Key word: financial assets, risk, return, portfolio management**

## Увод

Съществуващите класически теории дават възможност да се създава портфейл от финансови активи с максимална ефективност, т.е. да се максимизира дохода при фиксиран риск, или да се създаде портфейл с минимален риск. Това позволява да се минимизира рискът от вложените активи при зададено ниво на доходност. Обобщаването на тези две задачи е с много критерии за оптимизация, заключаваща се в получаването на максимален доход при минимален риск.<sup>259</sup>

Инвестирането в ценни книжа е свързано с управлението на портфейл от активи, което включва планиране, анализ и регулиране на структурата на портфейла, дейност по неговото формиране и поддържане в интерес на постигане на поставената цел при запазване на необходимото ниво на неговата ликвидност и минимизиране на разходите, свързани с него.

Цели на инвестирането в ценни книжа са свързани с получаване на лихва, запазване на капитала и осигуряване прираст на капитала въз основа на увеличаване на курсовата стойност на ценните книжа. Тези цели могат да бъдат алтернативни и да съответстват на различни типове портфейли от ценни книжа. Например, когато приоритет е получаването на лихва, то предпочитание следва да се дава на „агресивен“ портфейл, състоящ се от ниско ликвидни и високорискови ценни книжа на компании, способни, обаче, ако успешно се развият нещата, да донесат достатъчно високи лихви. Когато най-важно за фирмата е обезпечаване запазването и нарастването на капитала, то в портфейла следва да се включват ценни книжа, притежаващи голяма ликвидност, емитирани от известни инвеститори с неголеми рискове и предварително очаквани средни лихвени плащания.

### **Представа за риск, възвращаемост и основни стъпки при формирането на портфейл от финансови активи**

Рискът, асоцииран с някакъв конкретен актив, не може да се разглежда изолирано. Всякакви нови инвестиции следва да се анализират от позицията на тяхното влияние върху изменението на доходността и риска на инвестиционния портфейл, като цяло. Тъй като всички финансови инвестиции се различават по ниво на доходност и риск, тяхното възможно съчетаване в портфейла осреднява тези количествени характеристики, а в

---

<sup>259</sup> Жуков Е. Ф., ред., *Денги. Кредит. Банки. Ценные бумаги. Практикум. М., 2008*

случай на тяхното оптимално съчетаване може да се постигне значително намаляване на риска за инвестиционния портфейл. В редица случаи дълбоко погрешно се оказва схващането, че някои инвестиционни инструменти, като държавните ценни книжа, са безрискови.<sup>260</sup>

Задачата за формиране на инвестиционния портфейл е особено актуална за инвестиционните институции, т.е. за организациите, които професионално се занимават с акумулиране на финансови ресурси от свои клиенти и използването им на капиталовите пазари. Популярен тип инвестиционни институции са дяловите инвестиционни фондове, позволяващи на инвеститорите достъп да по-високи лихвени ставки, а също и възможност за диверсифициране на риска и за икономии от брокерски комисионни. Основни предимства на взаимните фондове са диверсификацията на портфейла от ценни книжа, професионалното управление на портфейла, владението на множество ценни книжа при минимален собствен капитал. По наше мнение този вид институции е с бъдеще. Друг вид институционални инвеститори са пенсионните фондове и застрахователните компании. Димитров<sup>261</sup> обосновава, че е необходим външен измерител /стратегически портфейл, стратегически бенчмарк/ спрямо, който да се съпоставят резултатите на пенсионните фондове.

Съществуват различни критерии, по които финансови институции се ангажират с такава дейност. Един от тях е размерът на ресурса, предоставян от клиента на финансовата институция. Много солидни западни компании не препоръчват да се взимат за управление финансови активи по-малки от 50 - 100 хил. дол. Когато с клиента се сключва договор за съставяне на индивидуален портфейл става дума обикновено за 500 хил. дол. и повече.

Арсеналът от методи за формиране на портфейл е достатъчно обширен и обикновено се базира на следните принципи.

*Първо*, успехът на инвестициите основно зависи от правилното разпределение на средствата по типове активи. Проведени експерименти са показали, че печалбата зависи до 94% от избора на типа използвани инвестиционни инструменти (акции на крупни

---

<sup>260</sup> Kitanov, Y. Are Risk Free Government Bonds Risk Free Indeed? Economy & Business ISSN 1314-7242, Volume 9, 2015, pp. 523-530, p. 530

<sup>261</sup> Димитров, Ст. Риск и доходност при инвестиране активите на допълнителните пенсионни фондове, Годишник на ВУЗФ том VIII 2012 г., Издателски комплекс „Св. Григорий Богослов”, София, 2012, ISSN 1312-7918, стр. 309-379

компании, краткосрочни държавни полици, дългосрочни облигации и др.); до 4% от избора на конкретни ценни книжа от даден тип; до 2% от оценката на момента за купуване на ценни книжа.

*Второ*, рискът от инвестиции в определен тип ценни книжа се определя от вероятността за отклонението на печалбата от очакваното значение. Прогнозируемото значение на печалбата може да се определя въз основа на обработката на статистически данни за динамиката на печалбата от инвестиции в тези ценни книжа в миналото, а рискът като средноквадратично отклонение от очакваната печалба.

*Трето*, очакваната доходност и рискът от инвестиционния портфейл могат да се променят чрез вариране на неговата структура. Съществуват различни програми, позволяващи да се конструират желани пропорции на активите от различни типове (например, минимизиране на риска при зададено ниво на очакваната печалба или максимизиране на печалбата при фиксирано ниво на риска и др.).

*Четвърто*, да се отчита, че всички оценки използвани при съставянето на инвестиционния портфейл носят вероятностен характер. И тук трябва да се отчете и минимизира ролята, която фактори като контекста, средата и мисловните евристики, играят при избор на инвестиционен инструмент.<sup>262</sup> Затова конструирането на портфейла е възможно само при наличието на редица фактори – формиран пазар на ценни книжа, определен период на неговото функциониране, статистика на пазара и др.

Формирането на инвестиционния портфейл следва да се осъществява в няколко етапа: *първо*, формулиране на целите за неговото създаване и определяне на техните приоритети ( в частност, кое е по-важно – редовно получаване на дивиденди или увеличаване стойността на активите); *второ*, задание за нивото на риска за максимална печалба, за отклонение от очакваната печалба и т.н.; *трето*, избор на финансова институция; *четвърто*, избор на банка, която ще води инвестиционните разчети.

Целесъобразно е всяка фирма да се разглежда като съвкупност от активи (материални и финансови), намиращи се в определено съчетание. Владението на всеки от тези активи е свързано с определен риск в качеството им на въздействието му върху размера на общия доход за фирмата. Същото в пълен обем се отнася и за портфейла от

---

<sup>262</sup> Dimitrov, Y. & Vlaev, I. Nudging workers to make healthier food choices, EWOP in Practice, ISSUE 8 / 2016, pp. 5-12

ценни книжа, при това степента на риска се променя обратно пропорционално на количеството включени в портфейла по случаен начин видове ценни книжа. Важно е да се отчитат не само финансовите, но и различните нефинансови рискове като климатичните и екологичните рискове, които имат обаче финансови изражения, и чието влияние върху възвращаемостта на инвестициите нараства през последните години, особено тази на т. нар. „социално отговорни инвестиционни инструменти“.<sup>263</sup> Този тип инвестиране, известно като „социално отговорно инвестиране“ увеличава значимостта си особено през последното десетилетие.<sup>264</sup> Към момента няма единство по отношение на точното определение на този тип инвестиране както в академичната, така и в инвестиционната общност,<sup>265</sup> но то не може да бъде пренебрегвано.

Рисковете се делят на системни и несистемни.<sup>266</sup> Общият риск за портфейла<sup>267</sup> се състои от диверсифицирания (несистемния) риск, т.е. от риска, който може да бъде елиминиран за сметка на диверсификацията. Например, инвестирането на 100 млн. долара в акциите на десет компании е по-малко рисковано отколкото инвестирането на същата сума в акциите на една компания и недиверсифициран (системен) риск, т.е. от риск, който е невъзможно да се намали чрез промени в структурата на портфейла. Опитът е показал, че когато портфейлът се състои от 10 - 20 различни видове ценни книжа, включени с помощта на случаен подбор от наличните на пазара ценни книжа, то несистемният риск може да бъде сведен до минимум. По такъв начин, този риск се поддава на елиминиране чрез несложни методи, поради което основно внимание следва да се отделя на възможното намаляване на системния риск. За постигане на ефективен финансов мениджмънт<sup>268</sup> е необходимо не само да се познават спецификите на

---

<sup>263</sup> Zhelyazkova, V., SRI Strategies in Asset Management: Typology and Application Trends, Economy & Business, Economy & Business, Journal of International Scientific Publications, ISSN 1314-7242, Volume 9, 2015, pp. 516-522, p. 516

<sup>264</sup> Zhelyazkova, V., Sustainable Investing Trends. Can They Help the Transition to Circular Economy?, Economy & Business, ISSN 1314-7242, Volume 12, 2018, pp. 88-94, p. 88

<sup>265</sup> Желязкова, В. Климатичните промени и екологичният риск в дейността на финансовите институции. Изд. „Св. Гр. Богослов“, София, 2013 г., ISBN 978-954-8590-23-5, стр. 93

<sup>266</sup> Kitanov, Y. Portfolio Investment Risks: Typology and Mitigation. Economy & Business ISSN 1314-7242, Volume 10, 2016, pp. 332-338, p. 332

<sup>267</sup> Vazov R., "Inovative Approaches to Insurance Company Cash Flow Management (contemporary theoretical aspects)", VUZF Publishing House "St. Grigorii Bogoslov", 2019, ISBN: 978-954-8590-54-9

<sup>268</sup> Димитров, Ст. Корпоративни финанси, Издателство на ВУЗФ, София, 2010 г., ISBN 978-954-8590-01-3, стр. 94

финансовите инструменти, оценъчните модели, но и характерните за тези инструменти рискове.

На практика всички ценни книжа, които са в оборот на фондовия пазар, изпитват въздействието на общи икономически фактори и се променят под тяхното въздействие. В резултат на това тяхната взаимна корелация се явява напълно забележима величина. Тази взаимна корелация обуславя така наречения пазарен или системен риск за портфейла, наричан още и недиверсифициран риск. Системният риск представлява минималното ниво на риска за портфейла, което може да се постигне при диверсификация с голям брой произволно избрани активи. С други думи, системният риск се поражда от общите пазарни и икономически условия и този риск не може напълно да се диверсифицира.

Разбира се, поради естеството на емитиране на ценните книжа всяка конкретна ценна книга изпитва колебания в своята ефективност и понякога съвършено не свързани с общите пазарни условия. Тези колебания се обуславят от така наречения индивидуален или несистемен риск за ценната книга. Нарича се също и диверсифициран, уникален, остатъчен или специфичен риск.

Като цяло, може да се направи извода, че общият риск за актива се измерва с вариациите на неговата доходност. При това, той включва системни и несистемни компоненти.

Диверсификацията на портфейла може почти напълно да отстрани влиянието на индивидуалния риск на отделните ценни книжа от риска за целия портфейл, но тя не може да отстрани пазарния риск за целия портфейл.

Не съществува „единствено вярна“ стратегия за избор на инвестиционен портфейл, която еднакво да подхожда на всички инвеститори без изключение.

При вземане на решения за съставяне на портфейла инвеститорът може да постигне по-висока очаквана доходност само ако се съгласи на по-висока степен на риска. Понякога степента на риска може да се намали, без да се намалява очакваната доходност за сметка на по-пълна диверсификация както в рамките на един клас активи, така и сред няколко различни класове активи.

Способността за сметка на диверсификацията да се намали риска за портфейла на инвеститора зависи от корелацията между активите, формиращи портфейла. На практика

преобладаващото число активи има помежду си положителна корелация, тъй като върху тях влияят едни и същи икономически фактори. Но възможността за намаляване на риска за сметка на диверсификацията сред рисковите активи без намаляване на очакваното ниво на доходност е ограничена.

Независимо от това, че по принцип при структуриране на портфейла инвеститорите могат да избират сред хиляди разнообразни активи, на практика тяхното „меню“ е ограничено от продуктите, които им предлагат финансовите посредници. Към тях се отнасят банковите сметки, взаимните фондове, състоящи се от акции и облигации, а също така и от недвижима собственост. При разработването и структурирането на „менюто“ от активи, предлагани на клиентите, компанията-посредник използва най-новите постижения на финансовите технологии.

Следва да се има предвид, че всичко в света на финансите има своя цена. За ограничаване на риска се заплаща. Като правило, това заплащане се свързва с някаква по-малка доходност при активно управление в период на бърз ръст на пазара в сравнение с пасивното инвестиране. Обаче, пазарът не се състои само от периоди на бърз ръст и в по-дълъг период активното управление на доходността изпреварва пасивното инвестиране.

Като цяло се смята, че квалифициран брокер при активно управление на акции на фондовия пазара може средно да спечели да 20-30% годишно при риск от максимални загуби от 10-15%. Обаче, в зависимост от по-голямата или по-малката степен на агресивност тези две величини могат значително да варират. Например, възможно е създаването на смесени инвестиционни портфейли, включващи в себе си и акции, и облигации. В такъв случай може да се получи промеждутъчен инвестиционен продукт, намиращ се между доходността и рисковете, свойствен на активното управление на акциите и облигациите. В зависимост от пропорциите на активите е възможно достатъчно точно позициониране на такъв продукт на скалата на „доходност / риск“. От друга страна, е възможно и създаването на по-агресивни търговски модели с използване, например, на фючърси, опции или маргинално кредитиране. В такъв случай е възможна търговия с прицел за 60% и повече годишна печалба, обаче при значително по-голям риск (дори до 50% временни загуби от размера на капитала). Но малко са тези, които имат толкова здрави нерви, за да позволяват на своите брокери такъв стил на търговия.

Очевидно е, че колкото по-голям е рискът, т.е. неопределеността за доходите, толкова по-продължителен следва да бъде минималният хоризонт на инвестирането. Като цяло може да се смята, че за инвестиране в най-малко рискови ценни книжа този срок е 3 – 6 месеца, при активно управление на рискови активи – не по-малко от година, а за пасивно инвестиране – 5 - 10 години.

*Принципни особености на инвестиционните модели<sup>269</sup>*

Характеристик а	Пасивно инвестиране	Активно инвестиране	Инвестиран е в инструменти с фиксирана доходност
Доходност	Средно 10 – 20%	Средно 20 – 30%	6 -16%
Риск	Неограниче н	Ограниче н	Ограничен
Минимален инвестиционен хоризонт	5 – 10 год.	1 год.	3 – 6 месеца
Зависимост от качеството на управление	Средна	Много висока	Средна

При структурирането на портфейла по наше мнение е необходимо да се спазват следните изисквания:

*Първо*, избор на оптимален тип портфейл от възможната съвкупност.

*Второ*, определяне рационалното съчетаване на риска и доходността на портфейла чрез промяна в относителния дял на ценните книжа р различни нива на доходност и риск.

*Трето*, оценка ликвидността на портфейла от позициите на:

---

<sup>269</sup> Пак там



- способността за бързото превръщане на целия портфейл или негови части в парични средства (с минимални транзакционни загуби);
- способността на фирмата да погаси своите задължения пред инвеститорите (например, притежателите на облигации).

*Четвърто*, определяне на първоначалната структура на портфейла и възможността за неговата промяна с отчитане конюнктурата на пазара. Първоначалната структура на портфейла зависи от типа на брокера на портфейла или инвеститора. Например:

Видове ценни книжа	Портфейл на активен инвеститор	Портфейл на умерен инвеститор	Портфейл на консервативен инвеститор
Акции	65	45	25
Облигации	25	30	45
Краткосрочни книжа (безрискови)	10	25	30
Всичко	100	100	100

*Пето*, избор на варианти за по-нататъшно регулиране структурата на портфейла.

Предлагаме следните варианти:

- на всеки тип ценни книжа да се дава определено фиксирано относително тегло в портфейла (при колебание на пазарните стойности е целесъобразно периодично да се променя състава на портфейла, за да се запази приетото съотношение на между видовете активи);
- инвеститорът да се придържа към гъвкава структура на относителното тегло на ценните книжа в портфейла;
- инвеститорът активно да използва опционни и фючърсни контракти за промени в състава на портфейла в благоприятна за него посока.

С фючърсите и опциите обикновено работят два типа участници – спекуланти и хеджъри. Спекулантите действат само с цел получаване на печалба (доход) и не произвеждат или не използват базови активи в своя бизнес. Хеджърите купуват или продават фючърси, за да застраховат (хеджират) рисковата позиция на пазара. В своя бизнес те или произвеждат, или използват базови активи.

По този начин, осигурявайки ефективно управление на инвестиционния портфейл, финансовият мениджър повишава финансовия потенциал и увеличава активите на фирмата, което създава финансова основа за икономическо развитие. Повишаването на ефективността на фирмата е резултат от избора на подходящ стил на управление, съчетан с определени личностни характеристики и лидерски умения.<sup>270</sup>

**В условията на България** при задълбочаващия се процес на непрекъснато промени в структурата на собствеността системата от целите на портфейла, по наше мнение, може да се видоизменя при отчитане на следните признаци:

- запазване и прираст на капитала (по отношение на ценни книжа с растяща курсова стойност);
- придобиване на ценни книжа, които според условията на техния оборот при нужда могат да се заменят с наличност (например, държавни ценни книжа);
- достъп чрез придобиване на ценни книжа до дефицитни продукти и услуги, имуществени и неимуществени права;
- разширяване сферата на влияние и преразпределение на собствеността, създаване на холдингови структури;
- спекулативна игра с колебанията на валутните курсове в условия на недостатъчно пълен пазар на ценни книжа.

Пазарът на ценни книжа в България все още е в процес на активиране. Изплащането на прилични дивиденди става в ограничен кръг акционерни дружества. Покупката на акции, основно, се извършва от инвестиционни фондове (по силата на тяхната същност) или с цел придобиване на контролни пакети. По тази причина създаването на портфейл от ценни книжа е свързано с много рискове. Този риск по своята същност е агрегиран и включва много видове конкретни рискове – ликвиден, кредитен, капиталов и т.н.

Рискът от вложения в ценни книжа следва да се определя с помощта на техните инвестиционни качества. Специални рейтингови агенции анализират ценните книжа, в оборот на фондовия пазар, от позиция на инвестиционните им качества, класифицирайки ги, например на такива с „най-високо качество“, „високо качество“, „над средното ниво“, „на средно ниво“ и „спекулативни ценни книжа“. Самото понятие „инвестиционно

---

<sup>270</sup> Гацова, В., Съвременният лидер. Времева перспектива и управленски стил, София: „Св. Григорий Богослов“, 2020, ISBN 978-954-8590-86-0.

качество“ на ценните книжа е оценка, доколкото ценните книжа са ликвидни, нискорискови при стабилни курсови стойности и за способността да носят лихви, надхвърлящи или намиращи се на нивото на средно пазарните лихви.

Посоченото правило се проявява само при осредняване на значителна маса от случаи. Обаче, то позволява да се изгради скала за измерване инвестиционните качества на всеки вид ценни книжа, позволяваща на инвеститора да уточни своята оценка за съотношението между ценните книжа, да извърши инвестиционен анализ в определена система от координати, в която рискът и доходността се повишават, а ликвидността и гаранциите за изплащане се понижават – облигации, обезпечени чрез залог; облигации, необезпечени чрез залог; привилегировани акции; обикновени акции; опции.

### **Заклучение**

В заключение може да се твърди, че съществува широко разпространено мнение, но според нас погрешно, че рискът свързан с инвестиции в акции се намалява с увеличаване срока на тяхното притежаване. При такова убеждение следва изводът, че колкото по-дълъг е стремежът да се притежават активи в акции, толкова повече пари следва да се влагат в тях.

За убеждаване на скептиците в обстоятелството, че така наричаният „ефект на времето за диверсификация“ действително има място, съществуват два аргумента.

*Първо*, че колкото по-дълъг е периодът, в продължение на който инвеститорът има намерение да владее акциите, толкова по-малко е стандартното отклонение на доходността от акциите, пресметнато за една година.

*Второ*, колкото по-дълъг е периодът, в продължение на който инвеститорът има намерение да владее акциите, толкова по-малка е вероятността ставката на доходността на акциите да се окаже по-ниска от съответната лихвена ставка за безрисковите облигации.

В заключение тези аргументи, макар по своята същност и да са верни, по наше мнение не са убедителни за твърдението, че акциите са по-малко рисков актив, когато се владеят в продължение на дълъг период от време. Това произтича от обстоятелството:

*Първо*, фактът, че стандартното отклонение на ставката за доходност на акциите, отнесено към годишно изчисление, се намалява с увеличаване на времето за владение, е просто факт, следващ от използваната методика за неговото изчисление. В случая не се намалява стандартното отклонение на притежаваното богатство, което ще се притежава към края на периода за владение на акциите. Да сравним, например, резултатите от инвестиране между акции и безрискови облигации за срок от една година и 25 години. Нека даже стандартното отклонение на ставката за доходността (приведена към годишен показател) за 25-годишен период да бъде приблизително една пета в сравнение с нейното значение за едногодишен период. Все едно, стандартното отклонение на общото ниво на благосъстоянието след 25-годишния период от владението на акциите е пет пъти по-голямо, отколкото стандартното отклонение за една година.

*Второ*, вярно е, че колкото е по-дълъг периодът на владение на акциите, толкова по-малка е вероятността от дефицит. Това означава, че доходността на портфейла от акции ще е по-малка от лихвената ставка на безрисковите активи за същия период. Обаче, рискът от дефицит зависи от това, доколко този дефицит, ако той възникне, е съществен, а също и от вероятността за неговото настъпване. Ако ние разглеждаме системата за измерване на риска, при която се отчита и мащабът, и вероятността за дефицита, то с увеличаването на срока на владение този риск не намалява. Например, ако се приеме като мярка за риска цената на застраховката на инвестиционния портфейл от дефицит, то тази цена се увеличава заедно с продължителността на владение на акциите.

## **Използвана литература**

1. Гацова, В., Съвременният лидер. Времева перспектива и управленски стил, София: „Св. Григорий Богослов“, 2020, ISBN 978-954-8590-86-0.

2. Димитров, Ст. Корпоративни финанси, Издателство на ВУЗФ, София, 2010 г., ISBN 978-954-8590-01-3, стр. 94

3. Димитров, Ст. Риск и доходност при инвестиране активите на допълнителните пенсионни фондове, Годишник на ВУЗФ том VIII 2012 г., Издателски комплекс „Св. Григорий Богослов“, София, 2012, ISSN 1312-7918, стр. 309-379

4. Желязкова, В. Климатичните промени и екологичният риск в дейността на финансовите институции. Изд. „Св. Гр. Богослов“, София, 2013 г., ISBN 978-954-8590-23-5, стр. 93
5. Жуков Е.Ф., ред., Денги. Кредит. Банки. Ценные бумаги. Практикум. М., 2008
6. Dimitrov, Y. & Vlaev, I. Nudging workers to make healthier food choices, EWOP in Practice, ISSUE 8 / 2016, pp. 5-12, ISSN 1314-7242, Volume 9, 2015, pp. 516-522, p. 516
7. Kitanov, Y. Are Risk Free Government Bonds Risk Free Indeed? Economy & Business ISSN 1314-7242, Volume 9, 2015, pp. 523-530, p. 530
8. Kitanov, Y. Portfolio Investment Risks: Typology and Mitigation. Economy & Business ISSN 1314-7242, Volume 10, 2016, pp. 332-338, p. 332
9. Zhelyazkova, V., SRI Strategies in Asset Management: Typology and Application Trends, Economy & Business, Economy & Business, Journal of International Scientific Publications,
10. Zhelyazkova, V., Sustainable Investing Trends. Can They Help the Transition to Circular Economy?, Economy & Business, ISSN 1314-7242, Volume 12, 2018, pp. 88-94, p. 88,
11. Vazov R., "Inovative Approaches to Insurance Company Cash Flow Management (contemporary theoretical aspects)", VUZF Publishing House "St. Grigorii Bogoslov", 2019, ISBN: 978-954-8590-54-9.