

Изх. № 63/11.09.2017 г.

ДО  
ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НА НАРОДНО  
СЪБРАНИЕ,  
Г-Н ДИМИТЪР ГЛАВЧЕВ

ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НА КОМИСИЯ ПО  
БЮДЖЕТ И ФИНАНСИ,  
Г-ЖА МЕНДА СТОЯНОВА

ПРЕДСЕДАТЕЛЯ НА КОМИСИЯ ПО  
ТРУДА, СОЦИАЛНАТА И  
ДЕМОГРАФСКАТА ПОЛИТИКА,  
Г-Н ХАСАН АДЕМОВ

**Относно:** проект на Закон за изменение и допълнение на Кодекса за социално осигуряване, депозиран от Министър-председателя на Република България в Народното събрание, със сигнатура 702-01-9 от 18.07.2017 г.

**УВАЖАЕМИ ГОСПОДИН ГЛАВЧЕВ,  
УВАЖАЕМА ГОСПОЖО СТОЯНОВА,  
УВАЖАЕМИ ГОСПОДИН АДЕМОВ,**

Във връзка със законопроекта за изменение и допълнение (ЗИД) на Кодекса за социално осигуряване (КСО), внесен от Министър-председателя на Република България, в Народното събрание, със сигнатура 702-01-9 от 18.07.2017 г. Българската асоциация на управляващите дружества (БАУД) би желала да постави на Вашето внимание няколко по-важни въпроса във връзка с Проектозакона, на които по наше мнение следва да бъде обърнато внимание, за да се намери оптимално решение по отношение правния режим на пенсионните фондове (ПФ) и пенсионноосигурителните дружества (ПОД) и по този

начин се даде възможност за възходящо развитие на пенсионноосигурителната система и капиталовия пазар в България.

**Считаме, че от особена важност е да се уреди възможността ПОД да може да делегира управлението на инвестиционния портфейл (или част от него) на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване на управляващи дружества, инвестиционни посредници и банки, получили лиценз да извършват доверително управление на индивидуални портфейли съгласно изискванията на приложимото към тях специално законодателство (Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране, Закона за пазарите на финансови инструменти, Закона за кредитните институции).**

Комисията за финансов надзор (КФН), водена от разбирането за важното значение да се уреди подобна възможност, разработи проект на ЗИД на КСО, публикуван за публично обсъждане на страницата в Интернет на КФН на 23.08.2016 г., в който детайлно беше разписан режимът на делегиране управлението на портфейли на фондове за допълнително задължително пенсионно осигуряване или на част от такива портфейли на управляващи дружества (УД), инвестиционни посредници (ИП) и банки. Финансовият регулатор подходи напълно отговорно и държавнически, доколкото разпоредбите на новите чл. 182-184 съгласно проекта на ЗИД на КСО от август 2016 г. бяха насочени към оптимизиране дейността на ПОД по управлението на активите, снижаване на разходи и такси, постигане на икономии от мащаба, при осигурено професионално управление на активите на ПФ, постигане на зададени цели и бенчмаркове, при дефинирани рискови характеристики и не на последно място – доходност. Режимът, уреден в чл. 182-184 на ЗИД на КСО, щеше да предостави възможност на ПОД и управляваните ПФ да се възползват по-пълноценно от механизмите на пазарната икономика, разделението на труда, експертния капацитет и специализацията на УД, ИП и банки по определени отрасли, сектори, географски райони, пазари, емитенти, инструменти и действително по този начин щяха да се гарантират по-добри резултати за ПФ, като в крайна сметка това щеше да бъде най-силният аргумент срещу критиките на тристълбова система на пенсионното осигуряване в България. При създаването си тристълбовата пенсионната система концептуално беше замислена като компонент на пазарното стопанство и свързана с необходимостта пенсионното осигуряване да се базира на развитието на финансовите пазари (капиталов и паричен) и индивидуалния принос на осигуряващите се. Предложената от КФН уредба на делегирането на функцията по управлението на портфейлите на ПФ създаваше възможности да се постигне оптимално диверсифициран портфейл на ПФ, адекватно предпазен от рискове, с които инвестиционният бизнес се сблъсква, чрез набор от правила за риск мениджмънт, инвестиционни лимити, диверсификация и ликвидност, а това са правила, които рутинно се прилагат и използват от банки, инвестиционни посредници и управляващи дружества в тяхната дейност по доверително управление на портфейли, за която те получават лиценз от финансовите регулатори (БНБ и КФН). По този начин, предимствата на още по-голямо обвързване на пенсионните фондове с професионалното управление на активи и развитието на капиталовия пазар щяха още по-ярко да изпъкнат.

Не бихме могли да споделим аргументите, с които се отхвърля това предложение (разработено от КФН и съгласувано с БАУД и Българската асоциация на лицензираните инвестиционни посредници). На първо място не би могло да се говори за хармонизиране с европейски актове, тъй като те уреждат единствено управление на фондове за допълнително професионално пенсионно осигуряване. На държавите-членки засега се предоставя свобода, как да структурират другите отношения, свързани с пенсионното осигуряване.

В самата Директива 2003/41/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 3 юни 2003 г. относно дейностите и надзора на институциите за професионално пенсионно осигуряване (Директива 2003/41/ЕО) се предвижда управление на един от видовете пенсионни фондове – тези за професионално пенсионно осигуряване - да се извършва от по-широк кръг институции (напр. в т. 15 от Преамбюла). В т. 25 от Преамбюла на Директива 2003/41/ЕО изрично се предвижда възможност за делегиране на функции:

„(25) За да изпълнят задълженията си по закон, компетентните органи следва да разполагат съответно с право на информация и право на намеса по отношение на институциите и на лицата, които ги управляват ефективно. Когато една институция за професионално пенсионно осигуряване е **прехвърлила на други предприятия(изнасяне на дейността извън институцията) някои важни функции като управлението на вложенията**, технологията на информацията или счетоводството, тези с право на информация и право на намеса трябва да могат да се разпрострат по отношение на цитираните функции, така че да се провери дали тези дейности се упражняват в съответствие с правилата за надзор.“

Делегирането на функции на банки, ИП и УД се базира на това, че те са квалифицирани да извършват управление на портфейли, за което получават специален лиценз (по Закона за кредитните институции, Закона за пазарите на финансови инструменти, Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране). Това обстоятелство е отчетено на европейско ниво, като в Предложението на Европейската комисия Регламент на Европейския парламент и на Съвета относно общоевропейски продукт за лично пенсионно осигуряване (ОЕПЛПО) не просто се предвижда делегиране управлението на портфейли на пенсионни фондове, а това банки, ИП, УД (както и ПОД и застрахователи) да създават и управляват персонални пенсионни планове. Регламентът не специфицира техния вид, но те могат да бъдат структурирани под формата на персонални пенсионни планове като индивидуални сметки, но не се изключва да бъдат и сметки, обединени (co-mingled) в колективни портфейли. Плановите могат да бъдат от всякакъв вид като рисков профил, като ще има един базисен, който е консервативен, като другите могат да бъдат и с по-рискови характеристики т.е. балансирани и агресивни. Създаването и управлението на паневропейски персонални пенсионни продукти изрично се поверява на банки, ИП и УД, които са не само дистрибутори, но и управляват тези планове, те и ги създават като разписани рискови профили, инвестиционни политики и ограничения. По този начин, се признава важната роля на банковите и небанковите финансови институции в системите за пенсионно осигуряване на европейско и национално равнище.

УД пък изобщо съгласно чл. 6, параграф 3, б. „а“ от Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 година относно координирането на

законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) могат да извършват управление на инвестиционни портфейли, включително тези, които са притежавани от пенсионни фондове, в съответствие с възложени им мандати.

Други аргументи сочат нецелесъобразност, поради завишените изисквания към ръководния орган на ПОД, неотчитане на натрупания професионален опит на същите и неотчитане на специалния предмет на дейност на ПОД. Управляващите дружества, банките и инвестиционните посредници също упражняват специален предмет на дейност, за което притежават лиценз, ръководните им органи са лица с акумулиран съизмерим професионален опит по управление на съизмерими активи, а що се отнася до завишените изисквания към ръководните органи, следва да се отчете, че одобрителният режим е най-рестриктивен към управляващи дружества, банки и инвестиционни посредници.

**В тази връзка, в Приложение към писмото прилагаме текстовете на § 65 и § 66, съдържащи чл. 182-184а от проекта на КФН на ЗИД на КСО от 23.08.2016 г., като Ви молим тези текстове да бъдат включени в новия проект на ЗИД на КСО.**

Горещо приветстваме също така въведените възможности за инвестиране на активите на ПФ в нови финансови инструменти като **дългови ценни книжа, издадени или гарантирани от международни финансови институции, акции и облигации, предлагани при условията на първично публично предлагане (IPO), и акции и/или дялове на алтернативни инвестиционни фондове**, управлявани от лице, получило разрешение съгласно Директива 2011/61/ЕС. Считаме, че това е голямо завоевание на Проектозакона за изменение и допълнение на КСО. В този смисъл, Проектозаконът ще съдейства в огромна степен за развитието на българския капиталов пазар и за повишаване ликвидността на „Българска фондова борса-София“ АД (БФБ), а оттам - позитивно ще повлияе на резултатите на пенсионните фондове. Същевременно, считаме, че специфичното инвестиционно ограничение в размер на до 1% от активите на ПФ при инвестиции, извършвани при условията на първично публично предлагане за контрапродуктивно. Това ограничение значително ще намали възможностите за адекватно и гъвкаво инвестиране на активите на пенсионните фондове, респективно ще се отрази неблагоприятно върху постигнатата доходност и съответно размера на пенсиите на осигурените лица. Предлагаме в Приложението към настоящото писмо аргументи в полза на отпадане на това ограничение, като се запази общото стандартно ограничение за инвестиции на активите на ПФ в един емитент.

Считаме също така, че част от промените, касаещи инвестиционните ограничения и съдържанието на портфейлите на ПФ, могат да се отразят неблагоприятно върху финансовия сектор и капиталовия пазар в страната и да доведат обратно до загуби и редуциране на активите на ПФ, което не следва да се допуска. Въвеждането на допълнителни ограничения върху инвестиционната активност на пенсионните фондове би имало неблагоприятно въздействие върху функционирането на капиталовия пазар, защото може да предизвика разпродажби, намалена доходност, свиване на борсови индекси, изтичане на капитали от страната в посока по-развити и ликвидни чуждестранни пазари.

В тази връзка бихме желали да Ви помолим да бъде извършена още веднъж оценка на въздействието от предлаганите инвестиционни ограничения, приложими към

отделните видове активи. Нашето твърдо убеждение е, че следва допълнително да се либерализират инвестиционните лимити на ПФ по отношение на инвестиции в различни класове финансови инструменти, включително дялове на колективни инвестиционни схеми и се въведат инструменти като дялове на национални инвестиционни фондове (НИФ) като разрешен актив. Според нас, позитивно въздействие върху инвестиционните възможности, особено в плана на доходност и управление на рисковете, свързани с портфейлите на ПФ, може да окаже увеличаването на лимита за инвестиране на активите на ПФ в дялове/акции на инвестиционни фондове от 15% на 30% по чл. 178, ал. 14 от ЗИД на КСО. В допълнение на това, диверсификацията следва да бъде по отношение на процент от активите на ПФ, а не процент от дяловете в обръщение на една КИС, особено при нейния променлив капитал/активи и динамика на дяловете в обръщение, като в този смисъл предлагаме да отпадне ал. 7 на чл. 177а от ЗИД КСО, която предвижда ПОД и управляваните от него фондове за допълнително задължително пенсионно осигуряване да не могат поотделно да придобиват повече 15 на сто от акциите и/или дяловете в обръщение на една колективна инвестиционна схема по чл. 176, ал. 1, т. 11.

Следва да се увеличи и наборът от инвестиционни техники, с които ПОД да разполагат, тъй като с нарастването на активите на ПФ, укрепването на пенсионноосигурителната система и натрупването на инвестиционен опит от ПОД, както и от управляващите дружества, инвестиционните посредници и банките, въввлечени в качеството на активен участник в процеса по инвестиране и съхраняване на средствата на ПФ, се създават предпоставки за **активен мениджмънт на портфейлите на ПФ** и за постигане на необходимата доходност. В това отношение, следва да се разширят възможностите на ПОД да сключват обезпечени къси продажби за сметка на ПФ като вид техника за ефективно управление на портфейлите и се забранят само необзпечените, „непокрити“ къси продажби (т. нар. “naked short sales”). Считаме, че с оглед защита позициите на ПФ, хеджирането на рискове и осигуряване на допълнителна доходност от техните активи, следва в ЗИД на КСО да се въведе и изричен текст, даващ правна възможност на ПФ да участват в **единната система за заемане на финансови инструменти (т. нар “lending pool”)** при „Централен депозитар“ АД (ЦД), която ще позволи реализирането на сетълмента при продажби „на късо”, т.е. ще отстрани риска от непокрити къси продажби, както и ще гарантира сетълмента при липса на финансови инструменти на участниците в търговията. Участието на ПФ в единната система за заемане на финансови инструменти при ЦД е доходносна дейност, която масово е практикувана на развитите капиталови пазари, където ПФ са основни участници в такива системи и осигуряват необходимата ликвидност, взаимодействат с централни контрагенти и депозитарни институции от типа на ЦД. Става дума не за инцидентни и непрозрачни заеми, индивидуално договаряни, с възможност за конфликти на интереси, а за (1) ефективна техника за инвестиране, каквато се използва от всички институционални инвеститори и (2) система, в която са определени основни параметри и лимити, правила за функциониране, права и задължения на участниците, гаранции и обезпечения, правила за управление на риска и пр., които се определят от Централния депозитар, след обсъждане от пазарните участници и регулатора. След като на ПФ се позволява да придобиват акции, да участват в IPO и да сключват сделки с деривативи, заемането на ценни книжа, което се прави така или иначе по линията на РЕПО сделки (които са разрешени от КСО сделки и при които възникват заемни отношения), не влиза в противоречие с консервативното управление на ПФ и техните портфейли - консервативното управление на портфейли означава да не се поемат прекомерни рискове, което се постига чрез правила за управление на риска и изисквания за диверсификация, инвестиционни лимити

и ликвидност, а не като се изключват определени инструменти и техники за управление на портфейлите на ПФ.

Освен текстовете за делегиране управлението на портфейли, в цитираното по-горе Приложение към писмото прилагаме и някои бележки и коментари по конкретни текстове от ЗИД на КСО, съответно по действащия Кодекс за социално осигуряване.

Като се надяваме се, че сме били полезни с представените от нас бележки и коментари по промените в нормативната уредба на пенсионното осигуряване, Българската асоциация на управляващите дружества остава ангажирана и заявява готовността си да предостави допълнителни аргументи в защита на направените предложения, както и да участва в експертни дискусии и обмен на мнения по темата, като по-специално може да предложим конкретни бележки и предложения по текстовете на ЗИД на КСО.

С най-сърдечни пожелания за ползотворна работа!

**Приложение:** съгласно текста.

С уважение:

**Петко Кръстев**

**Председател на УС на БАУД**

## ПРИЛОЖЕНИЕ

**1. Уреждане на възможност за делегиране управлението на портфейли на пенсионни фондове на инвестиционни посредници, управляващи дружества и банки – проект на Комисията за финансов надзор от 23.08.2016 г.**

**§ 65. Създават се нови чл. 182 – 184:**

**„Делегиране на управлението на инвестиционния портфейл на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване**

Чл. 182. (1) Пенсионноосигурителното дружество може да делегира управлението на инвестиционния портфейл на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване или на част от него, като сключи писмен договор с:

1. управляващо дружество, чийто лиценз включва право за извършване на услугите по чл. 86, ал. 2, т. 2 от Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране, установено в Република България или друга държава-членка;

2. инвестиционен посредник или банка, получили лиценз за извършването на дейностите по чл. 5, ал. 2, т. 4 от Закона за пазарите за финансови инструменти, установени в Република България или друга държава-членка.

(2) Изборът на лицето по ал. 1 се одобрява от органите на управление на пенсионноосигурителното дружество.

(3) С договора за делегиране на управлението на инвестиционния портфейл или на част от него не може да се прехвърля собствеността върху паричните средства и останалите активи на фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване и се обезпечава тяхното съхранение в банката-попечител на фонда, като съответното лице по ал. 1 се упълномощава да извършва разпоредителни действия с тях от името и за сметка на фонда посредством даването на нареждания до неговата банка-попечител.

(4) Възнагражденията по управлението на инвестиционния портфейл, изплащани на съответното лице по ал. 1, са за сметка на пенсионноосигурителното дружество.

(5) Пенсионноосигурителното дружество не може да сключи договор по ал. 1, ако в него не се предвижда:

1. осигуряване на спазването на изискванията на ал. 3, на чл. 183, ал. 1 – 5 и чл. 184а;

2. обезпечаване на възможност за упражняване на ефективен контрол по всяко време от негова страна във връзка с изпълнението от лицето по ал. 1 на приложимите изисквания на този кодекс и актовете по прилагането му и на сключения договор, включително получаването на информация периодично и при поискване;

3. възможност за пенсионноосигурителното дружество да дава по всяко време допълнителни указания на насрещната страна по договора;

4. осигуряване на сътрудничество от страна на лицето по ал. 1 на комисията и заместник-председателя на комисията във връзка с упражнявания от тях надзор;

5. предоставяне на необходимата информация от лицето по ал. 1 на лицата, одитиращи дейността на пенсионноосигурителното дружество и на фонда, както и на лицата по чл. 344, ал. 2, т. 2 от този кодекс и чл. 18, ал. 2 от Закона за Комисията за финансов надзор.

(6) Пенсионноосигурителното дружество представя в комисията екземпляр от договора по ал. 1 най-късно до края на работния ден, следващ неговото сключване, изменение или прекратяване.

(7) Делегирането по ал. 1 не освобождава пенсионноосигурителното дружество от отговорността за изпълнение на задълженията, възложени му от този кодекс и актовете по прилагането му във връзка с управлението на фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване.

(8) Пенсионноосигурителното дружество отговаря имуществено пред фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване, осигурените лица и пенсионерите за действията на лицето по ал. 1 като за свои действия.

### **Осъществяване на делегираната дейност. Задължения на пенсионноосигурителното дружество**

Чл. 183. (1) Лицето по чл. 182, ал. 1, на което е делегирано управлението на целия портфейл на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване, е длъжно да спазва инвестиционната политика на фонда и инвестиционните ограничения и забрани, предвидени в този кодекс и актовете по прилагането му.

(2) Лицето по чл. 182, ал. 1, на което е делегирано управлението на част от портфейла на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване, е длъжно да спазва договорените с пенсионноосигурителното дружество инвестиционни цели и изисквания, както и забраните за инвестиране, предвидени в този кодекс и актовете по прилагането му. В този случай пенсионноосигурителното дружество осигурява цялостното съответствие на портфейла на фонда с инвестиционните ограничения и забрани, предвидени в инвестиционната му политика, в този кодекс и в актовете по прилагането му.

(3) Лицето по чл. 182, ал. 1 не може да инвестира средствата на фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване във финансови инструменти, издадени от него, от свързани с него лица по смисъла на § 1, ал. 2, т. 3, букви „а” – „в” от допълнителните разпоредби или от други лица, които са част от група, в която лицето по чл. 182, ал. 1 е дъщерно дружество;

(4) Лицето по чл. 182, ал. 1, свързаните с него лица по смисъла на § 1, ал. 2, т. 3, букви „а” – „в” от допълнителните разпоредби и лицата, които са част от група, в която лицето по чл. 182, ал. 1 е дъщерно дружество, не могат да придобиват активи, притежавани от фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване. Фондът не може да придобива активи от тези лица. Забраните по изречение първо и второ не се прилагат в случаите на търговия на ценни книжа на регулиран пазар.

(5) Лицето по чл. 182, ал. 1 не може да делегира на подизпълнител дейностите по договора за управление на портфейл или част от портфейл на фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване.

(6) Пенсионноосигурителното извършва оценката на активите на фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване в съответствие с изискванията на чл. 181 независимо от делегирането на управлението на портфейла или на част от него.

(7) Пенсионноосигурителното дружество е длъжно да следи за надлежното управление на инвестиционния портфейл или на съответната част от него. Делегираната дейност по управление на инвестиционния портфейл се обхваща от системата на управление на пенсионноосигурителното дружество и функциите по чл. 123е, ал. 7, т. 1 - 3.



(8) Пенсионноосигурителното дружество трябва да предприеме всички необходими действия за защита на интересите на фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване, на осигурените лица и пенсионерите. В случаите когато лицето по чл. 182, ал. 1 е причинило вреди на фонда, дружеството е длъжно да иска тяхното възстановяване, включително и по съдебен ред.

### **Упражняване на надзор върху делегираните дейности**

Чл. 184. (1) Независимо от делегирането на управлението на портфейла или на част от него, пенсионноосигурителното дружество е длъжно да предоставя периодичната информация за осъществяване на надзора от комисията и заместник-председателя на комисията.

(2) Заместник-председателят на комисията и определените от него длъжностни лица имат право:

1. да изискват пряко от лицето по чл. 182, ал. 1 данни и документи във връзка с управлението на инвестиционния портфейл на фонда за допълнително задължително пенсионно осигуряване или на съответната част от него;

2. да извършват проверки на място и по документи на лицата по т. 1.”

### **§ 66. Създава се чл. 184а: „Подзаконова нормативна уредба**

„Чл. 184а. Комисията приема наредба по прилагането на чл. 182 - 184.“

**2. Аргументи в полза на инвестиране на по-голям процент от активите на ПФ в акции и облигации, издадени при условията на първично публично предлагане (IPO).**

#### **2. 1. Техниката и стратегията “Buy and Hold“**

За ПФ предвид дългосрочния хоризонт на портфейлите им е много подходяща стратегията "buy and hold", т.е. да се закупят книжа, които да се държат определен период от време, като именно при IPO се постига най-голяма ефективност на тази стратегия. Има и други предимства при такива инвестиции, защото се разпределят безплатни акции, раздават се дивиденди, участва се в увеличения на капитала преференциално и пр. Напр. инвестиция от 5000 щ.д. в първичното публично предлагане на акции на Апъл сега има стойност, надхвърляща 1 милион щатски долара. Що се отнася до Майкрософт, при инвестиция на 13 март 1986 в 100 акции на стойност 21 щ.д., днес такава инвестиция би нарастнала при сплитовете на капитала през годините на 28 800 акции на стойност около 750 000 долара. Що се отнася до IPO на Гугъл, проведено на 19 август 2004 г., цената на акциите на фирмата се е увеличила над 1500 %, като понастоящем по пазарна капитализация Гугъл е втора в света компания след Апъл (над 600 милиарда долара). Такива примери могат да се дават и от други развити капиталови пазари. Фирмата JB Hi-Fi е направила IPO в Австралия в края на октомври 2003 за 2.20 долара, в момента тя се търгува приблизително на 26 долара. Независимо от огромната корекция, която нанесе на цените глобалната финансова криза, стойността на акциите на фирмата е нарастнала над 1000% за периода, като в тази стойност не се включени значителните по размер дивиденди, раздадени на акционерите.

## **2.2. Валидна инвестиционна стратегия**

Изобщо цената на предлаганите ценни книжа при IPO е по-ниска от реалната им стойност, което се дължи и на техниката на предлагане, при която поематели и пласьори на книгата се стремят към пълно записване на емисията, при което снижават леко цената, за да може цялата емисия да се продаде. Поради ограниченото предлагане и увеличаващото се търсене от страна на инвеститорите, когато компанията има добри продукти и/или показва добри резултати, цената на акциите постоянно расте след първоначалното предлагане, ето защо, приема се, че участие във всяко IPO е валидна инвестиционна стратегия за всички видове инвеститори.

## **2.3. Участие на институционални инвеститори – гаранция за успеха на IPO**

Изследване на професора по финанси Лора Фийлд от Университета в Делавейр сочи, че IPO, в които участват институционални инвеститори като пенсионни фондове и колективни инвестиционни схеми и други инвестиционни фондове, печелят по 1 процент повече на месец от IPO, в които не участват такива инвеститори. Това се дължи на обстоятелството, че институционалните инвеститори извършват собствени технически и фундаментални анализи и проучвания и идентифицират емисиите, които ще имат най-добри резултати. В изследването също се установява, че IPO без участието на институционални инвеститори имат 16% по-лоши резултати три години след първоначалното предлагане, докато IPO, в които участие взимат институционални инвеститори никога не са на загуба. 33 % от фирмите, в чиито IPO не участват пенсионни и взаимни фондове губят статута си на публични дружества в рамките на 5 години след емисията, докато тази цифра при IPO с участие на институционални инвеститори е само 13%. Институционалните инвеститори ползват достъпната публична информация и могат да извършват преценка за качествата на фирмите и емисиите, като идентифицират тези, които ще постигнат по-добри резултати, докато дребните инвеститори, дори да разполагат с нужната информация често подценяват тази информация, погрешно я интерпретират или не обръщат внимание на факти, свързани със стойността на съответния емитент. По този начин, колкото е по-голяма възможността институционални инвеститори да участват в IPO, толкова е по-вероятно парите на широката публика, която следва инвестиционната стратегия на пенсионните и взаимни фондове, да бъдат инвестирани в печеливши фирми и проекти, като по този начин се мултиплицират позитивните ефекти на публичните предлагания, стимулира се инвеститорската активност и на практика се стига до ефективно функциониране на финансовите пазари.

## **2.4. Приватизация на държавни дялове**

Първично публично предлагане извършват не само частни фирми, които искат да разширяват бизнеса си, набират капитал, придобиват други фирми или реструктурират финансите си, но и държавата. Пример в това отношение са приватизацията във Великобритания на държавните Бритиш Телеком и Бритиш

Газ през 80-те години на ХХ век. Продажбата на държавни дялове привлича интереса на множество инвеститори, включително и дребни. Това е така, защото се приватизират големи фирми, добре известни на публиката и защото в такъв тип приватизация участват институционални инвеститори като пенсионните фондове. За да бъде успешна приватизацията на държавни дялове от такива предприятия нужно е да се получи добра цена, почти невъзможно е обаче да се получи добра цена, ако участието на пенсионните фондове в IPO на държавни предприятия и/или в IPO на държавни дялове бъде ограничено.

В Румъния бе направена програма за продажба на държавни предприятия и държавни дялове, като при Министерството на финансите бе създадена работна група, включваща експерти, включително упавители на фондове и инвеститори, която набеляза кои предприятия да бъдат обект на приватизация. През 2014 г. румънското правителство, съгласувано с МВФ и Европейския съюз изготви програма за приватизация, кулминацията на която беше IPO на енергийната компания „Електрика“, чието IPO беше на стойност 1.94 милиарда леи (440 милиона евро). Други важни предприятия, обект на приватизация бяха енергийните компании Hidroelectrica и Oltenia, както и румънските пощи (Posta Romana).

Макар насочена към международни инвеститори, програмата предвиди значителна роля на местните пенсионни фондове, в изпълнение на стратегията на правителството да се развива капиталовият пазар и той да се превърне в действителен източник за финансиране на икономиката.

По думите на Луциан Ангел, изпълнителен директор на Букурещката фондова борса към момента на приватизация на държавните предприятия от енергийния сектор пенсионните фондове са придобили между 15% и 30% от акциите от основните IPO, като са притежавали повече от 700 милиона евро от румънските финансови инструменти, търгувани на борсата. И макар корпоративното управление да поражда проблеми за инвеститорите в Румъния (както впрочем стоят нещата и в България), по думите на

Марк Мьобиус, изпълнителен директор на управляващото дружество Templeton Emerging Markets Group, в Румъния се извършва „пълнен прелом в съзнанието и психологията и ориентация към по-добро корпоративно управление, като правителството и регулаторите на финансовите пазари одобряват нови правила и започват да прилагат най-добри практики, които да направят инвестициите по-безопасни и по-печеливши.

## **2.5. IPO - мотор на капиталовия пазар**

Първичните публични предлагания не са просто мотор на капиталовия пазар, те са именно трансмисията между капиталовия пазар и реалната икономика, инструментът, чрез който се осъществява връзката между инвеститорите, които търсят доходносни инвестиции и предприятията, които се нуждат от финансиране. Парите, набрани от емисията, отиват директно в предприятията (за разлика от вторичната търговия), които могат да използват набраните средства за реализация на своите проекти. Чрез IPO се постига органичен растеж на предприятията (модернизация и развитие на

производствени мощности, иновативни производства, внедряване на върхови технологии, изграждане на инфраструктура, звена, поточни линии, осъществяване на проекти, ангажиращи голям капитал, т.нар. capital-intensive projects, извършване на изследвания и развойна дейност), като им се дава и възможност за икономическа експанзия (придобиване на други предприятия, навлизане на нови пазари, придобиване на международни измерения на дейността, подобрен маркетинг и рекламиране на продуктите на предприятията). И в двете посоки, финансирането на предприятията чрез първично публично предлагане на ценни книжа има ефект на лост за оптимизиране на тяхната дейност и растеж. Растежът на индивидуалните предприятия в своята съвкупност води и до ръст на икономиката. ПФ играят при това съществена роля при този вътрешен ръст.

## **2.6. ПФ са създадени концептуално да бъдат основни играчи на капиталовия пазар.**

Само чрез него те са в състояние да изпълнят основната си цел – да съхранят и увеличат спестяванията на осигурените лица и да противодействат на инфлацията. Един от начините те пълноценно да се възползват от позитивните страни на капиталовия пазар е да им се даде възможност да участват в IPO. Това обаче не са позитиви само за ПФ. Това са позитиви и за предприятията, които излизат на пазара и стават публични дружества.

- Корпоративно управление. Именно публичните дружества са проводниците на доброто корпоративно управление и най-заинтересованите от добро корпоративно управление лица. Чрез него се постига създаване и поддържане на оптимални отношения между собственици (акционери), съвети на директорите, управителни и контролни органи. То позволява прозрачност относно състоянието и развитието на компанията, което повишава доверието на инвеститорите, но и на служителите и партньорите на дружеството е залог за дългосрочно успешно финансиране на капиталовия пазар.
- Повишена ликвидност на дружествата, което е и едно от условията в тях да влизат и фодове за рисковото финансиране.
- Листване на борса, засилена отчетност, внимание от страна на финансови аналитици и широко медийно покритие на дейността на публичните компании, извършили IPO.
- Допълнителна сигурност за партньори, доставчици и клиенти чрез осигурената по-голяма прозрачност относно делата на компанията и извършената комплексна проверка относно финансовото, икономическото, правното и корпоративното състояние, която се извършва чрез поризводството по потвърждаване на проспекта за публичното предлагане на ценните книжа на дружеството.
- Възможност за допълнително стимулиране и заинтересованост от страна на служителите чрез планове за опции върху акции на дружеството и други форми на участие в дяловия му капитал.

- Улестняване на корпоративин преобразувания при осигурена прозрачност и поети ангажименти след извършване на реорганизацията.
- Допълнителни форми за финансиране чрез различни видове обезпечения, които могат да се учредяват върху акциите, издадени в хода на IPO и осигуряване на ликвидност за акционерите и пр.

Всички тези предимства на публичните предлагания на финансови инструменти биха имали ограничен ефект, ако пенсионните фондове не могат активно да участват в тях, защото предприятията и предприемачите на биха били склонни да поемат рискове и да развиват производства, правят иновации, обновяват технологично своите производствени мощности, ако пазарът е свит и техните IPO не могат да наберат достатъчно ресурс, поради ограничения за участие на инситуционални инвеститори като ПФ в такива емисии.

### 3. По чл. 176

#### А. Инструменти на паричния пазар

Съгласно § 54 от ЗИД на КСО чл. 176 се изменя, като в него се уреждат изчерпателно инструментите, в които ПОД може да инвестират средствата на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване. По Закона за пазарите на финансови инструменти (ЗПФИ) инструментите на паричния пазар са изведени като отделна категория финансови инструменти, които не са включени в множеството на ценните книжа (чл. 3, т. 2, б. „а“ от ЗПФИ). В КСО следва да се отграничи и специфицира този вид актив, който универсално се използва от пенсионните фондове в световен мащаб като годен за инвестиране инструмент, доколкото формулировката за съдържанието на портфейлите на ПФ е ограничителна и изключва всички инструменти, средства и активи, което не са изрично уредени в КСО като част от съдържанието на портфейлите на ПФ.

#### Б. По чл. 176, ал. 1, т. 12

По този текст е предвидено ПФ да може да инвестират в акции и/или дялове на алтернативни инвестиционни фондове, управлявани от лице, получило разрешение съгласно изискванията на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на Регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010 („Директива 2011/61/ЕС“).

Поради размерите на пазара и мащабите на бизнеса в България следва по т. 12 на чл. 176, ал. 1 да се предвиди и хипотезата, при която лицата, които управляват алтернативни инвестиционни фондове (ЛУАИФ) да са и лица, **които са регистрирани като ЛУАИФ, съответно са вписани в регистъра на КФН за ЛУАИФ, когато са с произход от България.** Само най-големи ЛУАИФ, управляващи фондове със стотици милиони евро активи (напр. над 500 милиона евро, без ливъридж и 100 милиона евро с ливъридж) са длъжни да получат лиценз („разрешение“), а за останалите има задължение само за регистрация. Такива са българските ЛУАИФ, които понастоящем не са получили лиценз, а само са регистрирани в регистъра на КФН по чл. 30, ал. 1, т. 7 от Закона за Комисията за финансов надзор.

Следва специално да се уредят като подходящ инструмент за инвестициите на ПФ и акциите и дяловете на националните инвестиционни фондове (НИФ), като се въведе нова т. 13 в текста на чл. 176, ал. 1. Това е така, защото те са специфичен инструмент, подходящ и за дребни инвеститори и така, по дефиниция – подходящ и за ПФ поради строгите изисквания за диверсификация, ликвидност, риск мениджмънт, ограничения за заемни средства и ливъридж. НИФ са малко по-либерално копие на КИС, но с установен пруденциален режим. Такова самостоятелно извеждане като вид актив може да се свърже с установяване на отделно инвестиционно ограничение за тях. Може да се направи препратка и към главата за НИФ в ЗДКИСДПКИ – Дял Първи на Част Трета.

Що се отнася до алтернативните инвестиционни фондове (АИФ) по същата т. 12, следва препратката вече да не е към европейските актове като Директива 2011/61/ЕС (или не само към тях, ако следва да се обхванат чуждестранните ЛУАИФ), а и към ЗДКИСДПКИ, който е действащият нормативен акт, уреждащ статута на ЛУАИФ и който създава националната регулаторна рамка за тяхната дейност.

#### **В. Национални инвестиционни фондове по чл. 176, ал. 1, нова т. 13**

По чл. 176, ал. 1 предлагаме да се създаде нова т. 13, както следва:

„13. Акции и/или на национален инвестиционен фонд, лицензиран по реда на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране, както и в права по § 1, т. 3 от допълнителните разпоредби на Закона за публичното предлагане на ценни книжа, издадени при увеличаване на капитала на национално инвестиционно дружество.“

**Мотиви:** Режимът на националните инвестиционни фондове (НИФ) е детайлно уреден в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране (ЗДКИСДПКИ). В дейността си те се подчиняват на строги пруденциални изисквания относно състава, инвестиционните ограничения, капиталовата адекватност, ликвидността и диверсификацията на портфейлите и управлението на риска. Те могат да се предлагат публично и са подходящи както за институционални, така и за дребни инвеститори. В този смисъл те са напълно подходящ инструмент за инвестиране от страна на ПФ. Освен това, те са специфичен български финансов продукт, който се предлага изключително на територията на Република България, и инвестициите в тях са пряко или косвено инвестиции в българската икономика.

#### **4. По чл. 177, ал. 1, т. 2**

А. В законопроекта за изменение и допълнение (ЗИД) на КСО са направени промени в чл. 177, ал. 1, т. 2 от КСО, съгласно който ИП и свързаните с тях лица са изведени извън обхвата на забраната за инвестиции по чл. 177 КСО. Това е стойностна промяна, която следва да бъде подкрепена категорично. Текстът в Проектозакона гласи:

„Чл. 177. (1) Пенсионноосигурителното дружество не може да инвестира средствата на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване във:

...  
2. финансови инструменти, издадени от банката попечител на фонда или от свързани с нея лица по смисъла на § 1, ал. 2, т. 3, букви „а“ – „в“ от допълнителните разпоредби;“

Многократно от асоциациите на инвестиционните посредници и банките са били излагани аргументи за отпадане на забраната за инвестиране на средствата на пенсионните фондове (ПФ) в ценни книжа, издадени от инвестиционния посредник (ИП) по чл. 123в, ал. 1 и свързаните с него лица, поради липса на реален конфликт на интереси. ИП по чл. 123в, ал. 1 КСО по никакъв начин не може да влияе върху инвестициите на пенсионните фондове, доколкото единствено ПОД има правомощие да взема инвестиционни решения от името и за сметка на ПФ и суверенно да се разпорежда с активите му. ИП не управлява портфейлите на ПФ, не може да предоставя инвестиционни консултации и не може да извършва алокация на инвестициите на пенсионните фондове. Той само изпълнява инвестиционните решения на ПОД. При това, ИП не може да бъде свързано лице с ПОД. В този смисъл, **няма обективни предпоставки за конфликти на интереси**, защото ИП не е в състояние да оказва влияние върху инвестиционните решения на ПОД и инвестициите на обслужваните ПФ. Тази аргументация е възприета от финансовия регулатор, Комисията за финансов надзор, като съответно беше заличена забраната средствата на пенсионните фондове да се инвестират в инструменти, издадени от лица, свързани с обслужващия съответния пенсионен фонд инвестиционен посредник.

В тази връзка, Българската асоциация на управляващите дружества счита, че цитираният по-горе текст на чл. 177, ал. 1, т. 2 КСО следва да се използва като модел и да се извърши съответна редакция, като от персоналия обхват на забраната по чл. 177, ал. 1, т. 2 КСО следва да **отпадат и свързаните с банката-попечител лица**.

С други думи, предлагаме от текста да отпадне изразът “или от свързани с нея лица по смисъла на § 1, ал. 2, т. 3, букви „а” – „в” от допълнителните разпоредби;“, като т. 2 да получи следната редакция:

„Чл. 177. (1) Пенсионноосигурителното дружество не може да инвестира средствата на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване във:

...

2. финансови инструменти, издадени от банката попечител на фонда.“

Съответно, предлагаме **изобщо да отпадне забраната по чл. 177, ал. 1, т. 2** от режима на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване, чийто режим следва да бъде значително по-либерален и по-облекчен от този на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване. В този смисъл, предлагаме сегашният чл. 249 да се промени така:

Чл. 249. (1) (Нов - ДВ, бр. 67 от 2003 г., изм. - ДВ, бр. 17 от 2006 г., изм. - ДВ, бр. 56 от 2006 г., в сила от 01.01.2007 г., предишен текст на чл. 249, изм. - ДВ, бр. 22 от 2015 г., в сила от 24.03.2015 г.) За инвестициите на фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване се прилагат разпоредбите на глава четиринадесета, с изключение на чл. **177, ал. 1, т. 2**, 178 и 180а.

(2) (Нова - ДВ, бр. 22 от 2015 г., в сила от 24.03.2015 г.) За инвестициите на фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми се прилагат разпоредбите на глава четиринадесета, с изключение на чл. 175а, **177, ал. 1, т. 2**, 178 и 180а.

Съответно, § 95 да се промени по начин, който отразява предложената промяна в сега действащия текст на чл. 249 КСО:

§ 95. В чл. 249 се правят следните изменения:

1. В ал. 1 думите „чл. 178 и 180а” се заменят с „чл. 177, ал. 1, т. 2, 178, 180а и 180б”.

2. В ал. 2 думите „чл. 175а, 178 и 180а” се заменят с „чл. 175а, 177, ал. 1, т. 2, 178, 180а, 180б и чл. 182, ал. 1.”.

Б. В чл. 177, ал. 1, т. 4 от Законопроекта се въвеждат забрана за инвестиции на средствата на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване в дялове на КИС и дялове/акции на други предприятия за колективно инвестиране, които КИС и други инвестиционни фондове се управляват от УД, свързано с ПОД.

„Чл. 177. (1) Пенсионноосигурителното дружество не може да инвестира средствата на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване във:

....

4. акции и/или дялове на колективна инвестиционна схема по чл. 176, ал. 1, т. 11, управлявани от лице, свързано с пенсионноосигурителното дружество по смисъла на § 1, ал. 2, т. 3, букви „а” – „в” от допълнителните разпоредби;“

Считаме, че абсолютната забрана на подобни инвестиции би била в ущърб на ПФ и на националната икономика като цяло. Такава забрана само ще предизвика засилени обратни изкупувания на дялове и съответно - разпродажби на пазара. Абсолютните забрани от формално-количествен характер не съответстват на принципите на рисковото базиран надзор, при който водещ надзорен принцип е установяване на реалното финансово състояние на икономическите субекти, обект на надзор, както и идентифициране и адекватно противодействие на значимите рискове за пазарните участници и пазара като цяло. Не случайно в европейското законодателство относно колективните инвестиционни схеми понастоящем не се съдържат абсолютни забрани за инвестиране в свързани лица (което е отразено и в новия Закон за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране), а се залагат инвестиционни ограничения, лимити, изисквания за диверсификация, ограничения за инвестиции в икономически групи и др. подобни гъвкави изисквания и ограничения. По този начин не се препятства извършването на доходоносни инвестиции, а в случаите, когато има потенциал за възникване на конфликти на интереси, се налагат допълнителни ограничения и изисквания, но не и абсолютни забрани.

В тази връзка предлагаме да се сложи **горна граница** на инвестициите в книжа на колективни инвестиционни схеми и други предприятия за колективно инвестиране, управлявани от свързано с ПОД лице, съгласно която ПОД да не може да инвестира повече от 2.5 на сто от активите на ПФ в подобна колективна инвестиционна схема и друго предприятие за колективно инвестиране и да се сложи общ лимит на инвестициите във всички КИС и други предприятия за колективно инвестиране, управлявани от свързано с пенсионноосигурителното дружество лице, в размер на 7.5 на сто от активите на ПФ.

#### **В. По чл. 177, ал. 5 от ЗИД на КСО:**

„(5) Пенсионноосигурителното дружество не може да извършва къси продажби и маржин покупки на финансови инструменти за сметка на управляван от него фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване.“

**Предложение:** Както по-горе е дискутирано, необходимо е да се забранят само непокритите (т.е. необезпечени) къси продажби и да се допуснат маржин покупки. Късите продажби са инвестиционна техника, която следва да не бъде забранявана, а само ограничавана и регулирана, особено като се има предвид, че нашето законодателство е



твърде ристриktivно и позволява извършването на къси продажби само на най-ликвидни ценни книжа. Що се отнася до маржин покупките, при тях рискът се носи в по-голяма степен от насрещната страна, която е банка или ИП. За маржин сделките има създадена доста подробна и обемна нормативна уредба, която отговаря на всички европейски изисквания, като към ИП и банките се отнасят множество пруденциални изисквания, свързани с този тип търговия, елемент от режима на регулиране на тяхната капиталова адекватност и ликвидност.

В този смисъл текстът на чл. 177, ал. 5 предлагаме да се редактира по следния начин:

„(5) Пенсионноосигурителното дружество не може да извършва **непокрити** (naked short sales) къси продажби на финансови инструменти за сметка на управляван от него фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване.“

#### **4. По чл. 177а, ал. 7**

По чл. 177а, ал. 7 предлагаме **тази алинея или да отпадне изобщо, или много сериозно да се увеличи процентът** от акции/дялове на една КИС, в която ПФ може да инвестира, като напр. се заложат поне 90 на сто от дяловете в обръщение.

„Чл. 177а. (7) Пенсионноосигурителното дружество и управляваните от от него фондове за допълнително задължително пенсионно осигуряване не могат поотделно да придобиват **повече от 15 90 на сто** от акциите и/или дяловете на една колективна инвестиционна схема по чл. 176, ал. 1, т. 11.“

**Мотиви:** Акциите и дяловете на КИС не са константна величина, като броят им постоянно се променя в зависимост от броя продадени и обратно изкупени дялове. КИС са уникални с това, че са с променлив брой акции и дялове, а инвестиционните дружества от акционерен тип са изобщо с променлив капитал и нямат никаква прилика с конвенционалните акционерни дружества с постоянен капитал. Това ще затруднява изключително портфолио мениджърите на ПФ, тъй като те постоянно ще трябва да следят флукуациите на броя дялове на КИС в обръщение и да предприемат необходимите корекции с оглед спазване на това ограничение. Още при закупуване на дялове може да се окаже, че правилата са нарушени, без ПОД да може да предвиди това. **Според нас, модерният тип пруденциално регулиране изисква диверсификацията да бъде по отношение на процент от активите на ПФ, а не процент от една КИС, особено при нейния променлив капитал/активи и динамика на дяловете в обръщение.** Подобно ограничение би имало някакъв смисъл само при корпоративно устроени инвестиционни дружества от затворен тип с фиксиран размер на капитала, издаващи акции с право на глас, но е лишено от всякакви основания при КИС и инвестиционни фондове с променлив размер на капитала/броя дялове в обръщение. Нещо повече, обикновено извършването на по-значителни инвестиции от сериозни институционални инвеститори от типа на ПФ във взаимни фондове води до повишаване на интереса към тези взаимни фондове, като към тях се насочват множество други институционални, професионални и дребни инвеститори, което играе съществена роля за нарастване на размерите на фондовата индустрия и се поощряват инвестициите на капиталовия пазар и спестовността изобщо.

Обратно, ограничението по чл. 177а, ал. 7 ще затрудни инвестициите в дялове на КИС и може да доведе до разпродажби и насочване на инвестиции към други инструменти и други юрисдикции, с директен неблагоприятен ефект върху индустрията

на взаимните фондове в България. От друга страна, с оглед на малките размери и бавното нарастване на взаимните фондове с помощта на ритейл инвеститори, залагайки такова ограничение на пенсионните фондове, това ще обрече местните взаимни фондове да си останат малки, а ръстът на капиталовия пазар във всички негови сегменти е всъщност и разковничето за успешната дейност на пенсионното осигуряване.

В тази връзка се предлага, ако тази разпоредба остане в Проекта, поне доста значително да се повиши процентът на притежаваните дялове от една КИС, с оглед създаване на **един допълнителен буфер**, като ПОД ще поддържа инвестициите си в размери, определени съгласно индивидуалните му правила му за управление на риска, които ще му позволяват ефективно да спазва това ограничение.

#### **5. По чл. 178, т. 14**

По чл. 178, т. 14 предлагаме следната редакция на текста, с двойно увеличаване на предвидените в Проектозакона лимити:

„(14) Не повече от **15–30** на сто от активите на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване могат да бъдат инвестирани във финансови инструменти по чл. 176, ал. 1, т. 11, като не повече от **5–10** на сто от активите на фонда могат да бъдат инвестирани в дялове на колективни инвестиционни схеми, управлявани от едно и също управляващо дружество.“

**Мотиви:** Предлагаме да се повиши процентният размер на инвестициите общо в дялове на КИС, предвид на особено подходящия характер на дяловете КИС като инвестиция за портфейлите на ПФ. За портфейлите на фондовете за допълнително доброволно осигуряване може да се предвидят още по-голямо процентно увеличаване на размера на инвестициите в дялове и акции на КИС и НИФ, предвид по-голямата свобода за инвестиране на средствата им. В тази връзка, предлагаме новата ал. 8 на чл. 251 да се промени, като се допусне до 15 на сто (вместо 10%) от активите на фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване, съответно на фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване по професионални схеми, да могат да бъдат инвестирани в дялове или акции на колективни инвестиционни схеми, управлявани от едно и също управляващо дружество.

Нашето твърдо убеждение е, че следва допълнително да се либерализират инвестиционните лимити на ПФ от всички видове по отношение инвестиции в колективни инвестиционни схеми и другите видове регулирани от българското законодателство инвестиционни фондове. Според нас, позитивно въздействие върху инвестиционните възможности, особено в плана на доходност и управление на рисковете, свързани с портфейлите на ПФ, може да окаже увеличаването на лимита за инвестиране на активите на ПФ в дялове/акции на инвестиционни фондове от 15% на 30%, като се даде възможност да се инвестира не само в колективни инвестиционни схеми (КИС), но и в национални инвестиционни фондове (НИФ).

Изобщо, някои от ограниченията върху инвестиционната дейност на пенсионните фондове (като например ограничение от размера на капитала/активите на инвестиционно дружество/договорен фонд) могат да имат значително неблагоприятно въздействие върху дейността на договорните фондове в България. Това би могло да отблъсне портфейлните инвестиции в страната, което от своя страна допълнително би влошило и инвестиционния климат. Считаме, че на настоящия етап е нужно да се прилагат допълнителни законодателни мерки за насърчаване и стимулиране на капиталовия пазар

и количествени улеснения, каквито предприеха всички водещи в икономическо отношение пазари.