

ПОЗИЦИЯ
НА КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР (КФН)
ВЪВ ВРЪЗКА С ПОЛЗВАНЕТО НА СРЕДСТВАТА ОТ СРЕБЪРНИЯ
ФОНД И ПОТЕНЦИАЛНИ РИСКОВЕ ЗА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА,
ПРИЕТА НА ЗАСЕДАНИЕ НА КФН, ПРОВЕДЕНО НА 07.03.2012Г.

Според разпоредбите на Закона за държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система, набраните средства трябва да се инвестират при стриктното спазване на принципите на надеждност, доходност, ликвидност и диверсификация.

Сребърния фонд е създаден за да гарантира устойчивостта на пенсионната система, а не да се използва за стимулиране на икономиката или подпомагане на бюджетните плащания. Това условие е заложено в изричната забрана в разпоредбата на чл. 13, ал. 8, т. 1 от закона, съгласно която средствата на фонда не могат да бъдат инвестирани в държавни ценни книжа, емитирани от българската държава. Промяната на закона и използването на средства от Сребърния фонд за покупка на български ДЦК противоречи на основните цели свързани със създаването му. Инвестирането в български ДЦК означава финансиране на държавния бюджет със средства от Фискалния резерв (част от който е Сребърният фонд) и би довело до нарушаване на финансовата стабилност. Възможните последици от подобни действия са понижаването на кредитния рейтинг на държавата, повишаване на рисковата премия на страната и увеличаване на лихвените проценти по които се финансира правителството и частния сектор..

Съгласно информация на Министерството на финансите общият паричен ресурс на фонда към 31.01.2012 г. е 1 776.7 млн. лв. За сумата от 1 774.0 млн. лв. са открити депозитни сметки в БНБ.

Към 31.01.2012 г. по сметка на Сребърния фонд са извършени следните постъпления:

| За периода | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 януари |
|-------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|----------------|
| Общо | 216.10 | 858.20 | 549.00 | 60.60 | 92.80 | 0.00 |
| Трансфер от централния бюджет | 211.80 | 841.50 | 540.00 | 57.20 | 82.80 | 0.00 |
| Лихви по депозити | 4.30 | 16.70 | 9.00 | 3.40 | 10.00 | 0.00 |

Приходите от лихви през 2011 г. са в размер на 10 млн. лв. или доходност от 0,56%, което е по-малко от приходите от лихви през 2008 г. при значително по-малък размер на фонда.

Инвестирането в български ДЦК на практика ще доведе до приравняване на средствата на Сребърния фонд с първия стълб на пенсионната система, а именно получаването на бъдещите пенсии ще бъде в пряка зависимост от възможностите на държавата да погасява задълженията си.

Евентуалното използване на средствата на Сребърния фонд за придобиване на български ДЦК ще постави Министерство на финансите пред съществен конфликт на интереси и ще създаде условия за сериозни пазарни манипулации на цените на ДЦК. От една страна, в качеството си на емитент, Министерството на финансите ще цели

постигането на възможно най-ниска доходност при пласиране на нови емисии държавни облигации. От друга страна, в качеството си на управляващ Сребърния фонд, Министерството следва да цели реализирането на по-висока доходност.

Основният принцип при управлението на средствата на фонда, а именно принципа на надеждност, се реализира чрез прилагането на инвестиционните ограничения, предвидени в чл. 13, ал. 1 от закона, съгласно който придобитите финансови инструменти следва да носят нисък риск и да бъдат емитирани от дружества с инвестиционен клас кредитен рейтинг. Възможността за инвестиране на средствата на Сребърния фонд във високорискови активи, включително емитирани от български дружества акции и облигации (които допълнително носят риск от ниската ликвидност на българския капиталов пазар) ще доведе до загуби, които ще подкопаят стабилността на пенсионната система. Предвидената забрана за инвестиране в български ценни книжа цели и минимизиране на риска, свързан с бизнес цикъла на българската икономика.

Настоящата правна уредба е предвидила достатъчно възможности за активно управление на средствата на Сребърния фонд при приемливи нива на риска, включително обособяване на отделни портфейли и инвестиране в дялови и дългови ценни книжа, като по този начин се поддържа ликвидност и диверсификация на фонда, реализира се доходност при поемането на контролируемо ниво на риск.

Инвестирането на средствата на Сребърния фонда, които в момента са относително големи по стойност (1,8 млрд. лв.) с тенденция да нарастнат на 2,2 млрд. лв. до април, на българския капиталов пазар, който се характеризира с ниска ликвидност, ще доведе до деформации на ценовите нива при придобиване, съответно продажба на ценните книжа, като и в двата случая отклоненията ще бъдат неблагоприятни за Сребърния фонд и стабилността на бъдещите пенсии на населението. Същевременно вливането на капиталовия пазар на ресурс с такъв размер няма да повиши ликвидността му предвид обстоятелството, че средствата ще бъдат генерирани от един единствен източник. Основните причини за ниската ликвидност на българския капиталов пазар са липсата на достатъчно атрактивни инвестиционни алтернативи и консервативните стратегии на инвеститорите, които предпочитат в условията на световна икономическа криза да се насочат към инвестиции с по-нисък риск.

Съществува реална опасност, инвестирането в ценни книжа на български предприятия да доведе до преразпределение на значителни по размер средства към относително малък брой български компании, което създава предпоставка за прилагането на подход при оценката и фактори за инвестиционно решение, разминаващи се от икономически обосноваването.

Управлението на Сребърния фонд по отношение на депозитите в БНБ е възможно да бъде оптимизирано чрез увеличаване на матуритета на депозитите с цел реализиране на по-висока доходност при същото ниско ниво на риск. При оптимизиране на управлението на тези активи, основно чрез договаряне с БНБ на по-висока лихва при по-дълъг матуритет на депозитите, ще се отчитат по-високи приходи в полза на Сребърния фонд.

По отношение на генериране на средствата във фонда се забелязва трайна тенденция на намаляване на постъпленията, включително по отношение на първични източници и управление. Създадената Държавна консолидационна компания (ДКК), чрез която се приватизират държавни предприятия и остатъчни дялове пренасочва средствата, които биха постъпили в Сребърния фонд към Държавния бюджет. Пример за това е, че приходите от продажбата на 33-процентните държавните дялове в "ЕВН България Електроразпределение" АД и "ЕВН България Електроснабдяване" АД няма да постъпят в Сребърния фонд.

Апортирането на държавни дружества в капитала на Държавната консолидационна компания на практика заобикаля закона за Сребърния фонд, като по този начин го лишава от основен източник на приходи, предвид липсата на бюджетен излишък в републиканския бюджет през последните години.

Необяснимо остава пасивното поведение на Управителния съвет на фонда в последните години. Защо не са използвани възможностите, които дава законът за инвестиране на средствата в по-високо доходни инвестиции? Какви са били причините да бъдат инвестирани средствата единствено в краткосрочни депозити в БНБ с на практика нулева доходност?

Защо не са използвани останалите възможности за инвестиции в –

- депозити в банки нерезиденти;
- акции на дружества емитенти от държави - членки на Европейския съюз, които са приети за търговия на регулирани пазари на ценни книжа или търгувани на многостранни системи за търговия в държави - членки на Европейския съюз и които дружества имат присъден от международно призната агенция за кредитна оценка инвестиционен клас кредитен рейтинг за дългосрочните си задължения;
- акции на дружества емитенти от трети държави, които са приети за търговия на регулирани пазари на ценни книжа или търгувани на многостранни системи за търговия и които дружества имат присъден от международно призната агенция за кредитна оценка инвестиционен клас кредитен рейтинг за дългосрочните си задължения;
- облигации и други дългови ценни книжа, които имат присъден от международно призната агенция за кредитна оценка кредитен рейтинг от инвестиционен клас;
- инструменти на паричния пазар;
- прехвърляеми ценни книжа, които дават право за придобиване на акции, или други ценни книжа, подобни на акции, чрез подписка или замяна на дружества.

Считаме, че и в момента законът дава достатъчни възможности за нискорискови инвестиции с добра доходност.

Според нас е наложително Управителният съвет на фонда да представи на обществеността отчет за дейността си от създаването си до настоящия момент, в т. ч.:

- дългосрочната инвестиционна политика на фонда;
- средносрочна стратегия за инвестиране на средствата на фонда;
- видовете, структурата, инвестиционната политика, инвестиционния хоризонт и параметрите за измерване, оценка и контрол на доходността и риска на инвестиционните портфейли;

- критерии за избор на банки нерезиденти, в които да бъдат депозирани средства на фонда;
- кой е управлявал и кой управлява сега инвестиционните портфейли на фонда
- възлагал ли е на министъра на финансите да сключи договори за управление на инвестиционни портфейли;
- разработени ли са демографски, актюерски, макроикономически и финансови прогнози за нуждите на дейността на фонда;
- изготвените по години прогнози и разчети за нивото на очакваната доходност и риска на инвестиционните портфейли на фонда;
- годишните отчети за дейността, текущото състояние, нивото на реализирана доходност и поетия риск на инвестиционните портфейли.

Комисията за финансов надзор счита, че е необходимо да се подобри управлението на Сребърния фонд и да се осигурят регулярни постъпления на средства, чрез:

- приходи от приватизация и концесии, а при възможност – и от държавния бюджет в случаите на излишък. Средствата от планираните приватизационни сделки следва да постъпват в Сребърния фонд съгласно разпоредбите на закона, вместо в бюджета под формата на дивидент от ДКК.
- увеличаване на приходите от натрупаните активи чрез активно управление, включително чрез договаряне на по-благоприятни лихвени условия и инвестиране в активи с нисък риск, висока ликвидност и приемлива доходност.
- повишаване на доходността от управлението на Сребърния фонд може да се постигне и чрез откриване на депозити в търговски банки до размера на определения в закона лимит от двадесет на сто (приблизително 350 млн. лева към 01.03.2012 г.).
- повишаване на прозрачността по управлението на фонда, дейността на управителния съвет и решенията, които той приема.

Считаме, че превръщането на Сребърния фонд в кредитор на правителството и използването на средствата му за покриване на бюджетен дефицит за недопустимо.

Променя се принципът на закона и се подменя предназначението на Сребърния фонд. Какви ще бъдат гаранциите за безопасността на инвестициите в български ДЦК или акции на български дружества? Какво би се случило, ако в бъдеще българската икономика влезе в рецесия, която доведе до рязко свиване на потреблението и увеличаване на безработицата? При подобен „негативен” сценарий, пенсионната система ще изпадне в колапс и ще разчита единствено и само на бюджета, тъй като няма да има буфер, който да гарантира изплащането на пенсиите.

Инвестирането на средствата на фонда в български ДЦК ще доведе и до намаляване на валутния резерв, което поставя в риск устойчивостта на валутния борд.

Предлаганите промени в нормативната уредба не са съобразени с Европейското законодателство. Считаме, че разпоредбата на член 13, ал. 1, т. 3 от проекта на Закон за изменение и допълнение на Закона за Държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система (ЗИД на ЗДФГУДПС) противоречи на член 63 от Лисабонския договор, който забранява всички ограничения върху движението на капитали между държавите – членки и между държавите – членки и трети страни. Текстът на посочения член от ЗИД на ЗДФГУДПС не създава задължение за фонда да

инвестира 70% от активите си в български държавни ценни книжа. Чрез определянето на праг, който е значително по-висок спрямо ДЦК на останалите държави членки (30%), обаче, посоченият текст поставя българските ДЦК в привилегировано положение, спрямо тези издавани от други държави – членки. В допълнение член 13, ал. 1, т. 4, буква „а” предвижда, че дълговите ценни книжа, издавани от други държави – членки трябва да имат кредитен рейтинг от инвестиционен клас, присъден от агенция за кредитен рейтинг, регистрирана или сертифицирана съгласно Регламент (ЕО) 1060/2009. Такова изискване не е предвидено за български държавни ценни книжа, което е още една проява на дискриминационно третиране, която противоречи на Лисабонския договор.

Прави впечатление, също така разпоредбата на член 13, ал. 4, която въвежда изискването „общата пазарна стойност на инвестициите на фонда в ценни книжа и инструменти на паричния пазар, издадени от един емитент, не може да надвишава 2 на сто от активите на фонда, а общата пазарна стойност на инвестираните средства на фонда в ценни книжа и инструменти на паричния пазар, издадени от един емитент и свързаните с него лица, не може да надвишава 5 на сто от активите на фонда.” Това изискване осигурява спазването на принципа за намаляване на риска, чрез диверсификация на инвестициите, но то от своя страна не важи за инвестициите в български ДЦК (последно изречение на член 13, ал. 4). Считаме че това изключение, освен че е дискриминационно противоречи и на член 12 от самия ЗИД на ЗДФГУДПС.

Комисията за финансов надзор изразява становище, че горните разпоредби противоречат и на чл.124 от Лисабонския договор и представляват привилегирован достъп до финансиране от страна на правителството. По-конкретно, текстът на чл.124 от Лисабонския договор, гласи следното:

„Чл.124.

Забраняват се всички необосновани от разумни съображения мерки, които създават привилегирован достъп на институции, органи, служби или агенции на Съюза, органи на централната власт, регионални, местни или други органи на публична власт, други органи, регулирани от публичното право, или публични предприятия на държавите-членки до финансови институции.”

„Article 124.

Any measure, not based on prudential considerations, establishing privileged access by Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States to financial institutions, shall be prohibited.”

По-нататък, разпоредбата на чл. 13 от ЗИД на ЗДФГУДПС – „Видове активи на фонда”, ал. 1 изброява изчерпателно всички видове активи, в които е допустимо инвестирането на средствата на фонда. Те са разделени на: депозити, дългови ценни книжа, акции и други ценни книжа, които дават право за придобиване на акции, инструменти на паричния пазар. По отношение на дълговите ценни книжа е направен опит да се осигури спазване на принципа на надеждност на инвестициите, заложен в чл. 12 в същия ЗИД. Приемаме, че с тази цел е предвидено изискване, активите от този клас, в които може да се инвестират средства на фонда да са приети за търговия на регулиран пазар и да имат кредитен рейтинг от инвестиционен клас присъден от агенция за кредитен рейтинг регистрирана или сертифицирана съгласно Регламент

1060/2009. Както бе посочено по-горе изискване за кредитен рейтинг не се предвижда за инвестициите в ценни книжа, издадени или гарантирани от Република България и за дългови ценни книжа издадени от Европейската централна банка, Европейската инвестиционна банка, Европейската банка за възстановяване и развитие, Европейския съюз или от организации на държави-членки от Европейския съюз. Изискване за регистрация на регулиран пазар не се предвижда за суверенните ценни книжа, както и за общински ценни книжа издадени от български общини.

Един от основните изводи в европейски и световен мащаб от финансовата и дълговата криза беше, че твърде високото доверие към оценките на агенциите за кредитен рейтинг се е оказало необмислено и необосновано. Неформалният ЕКОФИН от 30 септември и 1 октомври 2010 година отчете, че са нужни допълнителни усилия, за да се намали твърде голямата зависимост от кредитните рейтинги. Европейският Съвет от 23 октомври 2011 година заключи, че е необходим напредък в посока намаляване на предоверяването на кредитните рейтинги. В международен план, Съветът за Финансова Стабилност (наследник на Форума за Финансова Стабилност към Г-7) подкрепи на 20 октомври 2010 година принципи за намаляване на доверяването на кредитните рейтинги от страна на правителствата и бизнеса. Тези принципи бяха подкрепени от Г-20 на срещата в Сеул през ноември 2010.

В този контекст считаме, че **не е удачно единствения индивидуален критерий за оценка на качеството на дълговите ценни книжа в портфейла на фонда да бъде кредитен рейтинг от инвестиционен клас присъден от агенция за кредитен рейтинг регистрирана или сертифицирана съгласно Регламент 1060/2009**. Подобна методика за оценка на риска е доказала своята нецелесъобразност и би било рисковано да се разчита на нея когато става въпрос за инвестиране на публични средства със социално предназначение.

Изброените по-горе противоречия с правото на ЕС, изразяващи се в директни нарушения на Лисабонския договор, изброените регламенти и директиви, предпоставят възможността от стартиране на наказателна процедура от страна на Европейската комисията срещу страната ни, както и откриват възможност за водене на съдебни дела пред компетентния европейски съд, което освен очевидните репутационни проблеми, носи и риск от сериозни финансови санкции.

По отношение на общински ценни книжа издадени от български общини, считаме за неудачно предложението за тях да липсва изискване за регистрация на регулиран пазар. Считаме, че текстът на чл. 13, ал. 1, т. 5, буква а) в този си вид противоречи на изискването на 13, ал. 2 средствата на фонда да се инвестират само в ликвидни финансови активи, чиято стойност може да бъде точно определена по всяко време.

Комисията за финансов надзор изразява становището, че гореизброените проблеми при управлението на средствата на Сребърния фонд, представляват:

- **подмяна на основната цел и предназначения на фонда;**
- **нерешаване на проблемите с обслужването на външния дълг на страната;**
- **би довело до пазарни деформации;**
- **ще намали доверието на чуждестранните инвеститори;**
- **би представлявало сериозен конфликт на интереси по отношение**

- **Министерство на финансите;**
би се тълкувало като нарушение на Конституцията на ЕС, което води до наказателни процедури, финансови санкции и репутационни рискове.