

СПРАВКА

по чл. 7, ал. 2 от Правилата за нормативната дейност на Комисията за финансов надзор за отразяване на становищата, предложения и възражения, получени в хода на съгласуването на проекта на наредба за показателите за съпоставяне на доходността на подфондовете в универсалните пенсионни фондове и на професионалните пенсионни фондове, проведено в периода от 26.05.2026 г. до 25.06.2026 г.

№	Заинтересовани страни	Бележки и предложения	Приема/Не се приема	Мотиви
1.	<p>Българската асоциация на управляващите дружества; Българската асоциация на лицензираните инвестиционни посредници; „Българска фондова борса“ АД; „Централен депозитар“ АД.</p> <p>Постъпило на 16.06.2026 г., 12:03 ч., по електронна поща в Комисията за финансов надзор</p> <p>Не са декларирани данни дали</p>	<p>Изразяват подкрепа за усилията на Комисията за финансов надзор за въвеждане на ясен, прозрачен и пазарно обоснован механизъм за съпоставяне на постигнатата доходност при управлението на активите на подфондовете в универсалните пенсионни фондове (УПФ) и на професионалните пенсионни фондове (ППФ).</p> <p>Считат, че замяната на режима на минимална доходност с референтни показатели може да има положителен ефект върху качеството на управлението, публичността на резултатите и информираността на осигурените лица. В същото време структурата на предвидените показатели ще има значение не само за целите на служебното разпределение, но и за формирането на инвестиционни ориентири и дългосрочно поведение на пенсионноосигурителните дружества.</p> <p>При преглед на предложените от Комисията тегла на индексите, които формират трите типа бенчмарк, считат, че може да се констатира, че е даден силно изразен приоритет на индексите за глобални акции, хеджирани в EUR, и индексите за европейски акции, за сметка на местния индекс за български акции на</p>	<p>Приема се</p>	

<p>лицата действат от свое име или защитават позицията от името на друго лице/група лица</p>	<p>„Българска фондова борса“ АД - BGBX40 Price Return. Включването на BGBX40 Price Return като самостоятелен компонент оценяват положително, но считат, че предложените тегла не отразяват в достатъчна степен значението на българския капиталов пазар за пенсионната система и ролята на пенсионните фондове като ключови дългосрочни институционални инвеститори.</p> <p>Посочват, че българският капиталов пазар е естествена част от инвестиционната среда, в която функционират пенсионноосигурителните дружества. Поддържането на адекватна експозиция към публични български дружества допринася за диверсификацията на портфейлите, за развитието на местната пазарна инфраструктура, за повишаване на ликвидността и за подобряване на възможностите българските компании да набират капитал при прозрачни пазарни условия.</p> <p>Считат, че в този смисъл BGBX40 Price Return не следва да се разглежда единствено като допълващ елемент към международните индекси, а като необходим компонент на референтния показател, който отчита националната инвестиционна среда и реалната роля на пенсионните фондове на българския капиталов пазар.</p> <p>Особено важно е при определянето на относителните тегла да се отчете, че показателите за съпоставяне на доходността ще имат практическо отражение върху инвестиционните политики. Когато един нормативно определен референтен показател се</p>		
---	---	--	--

		<p>използва за публично съпоставяне на резултатите, той естествено влияе върху решенията за алокация на активите и върху дългосрочното пазарно поведение на пенсионноосигурителните дружества.</p> <p>Поради това прекалено ниско тегло на българския компонент би могло постепенно да насърчи намаляване на експозицията към местни публични дружества и пренасочване на средства към външни пазари, без това непременно да е обусловено от фундаментална оценка на конкретните инвестиционни възможности. Подобен ефект би бил нежелан както от гледна точка на развитието на българския капиталов пазар, така и от гледна точка на по-широката икономическа роля на дългосрочните пенсионни спестявания.</p> <p>Посочват, че пенсионните фондове управляват ресурс с дългосрочен хоризонт и имат потенциал да бъдат стабилизиращ фактор за местния пазар, включително чрез участие в публични предлагания, увеличения на капитал, вторична търговия и финансиране на растежа на български предприятия. В по-широк план дългосрочният ресурс, акумулиран в пенсионната система, следва да може да подпомага развитието на българския капиталов пазар и чрез него - на реалната икономика, при спазване на принципите на разумно инвестиране, диверсификация, прозрачност и защита на интересите на осигурените лица.</p> <p>Това становище не цели въвеждане на привилегировано третиране на инвестициите на националния пазар, който е част от единния европейски капиталов пазар и функционира при</p>		
--	--	--	--	--

		<p>принципите на равнопоставеност и свободно движение на капитали. Предложението е насочено към постигане на по-балансирана и икономически обоснована структура на бенчмарковете, която да отчита както международната диверсификация на портфейлите, така и необходимостта дългосрочните пенсионни спестявания да имат реална връзка с пазара, на който се формират и в който осигурените лица и българските предприятия осъществяват своята икономическа дейност.</p> <p>Същевременно последните промени в Кодекса за социално осигуряване създават допълнителни предпоставки за развитие на българския капиталов пазар чрез по-добра диверсификация на инвестициите на пенсионните фондове, включително чрез възможност за участие до 10 % от активите в публични инфраструктурни проекти. Предвидено е такива инвестиции да се реализират при условия на прозрачност, ликвидност и надеждна оценка през регулиран пазар и при прилагане на европейските регулаторни механизми. В този контекст е важно и подзаконовата рамка относно показателите за съпоставяне на доходността да не създава противоположен стимул за изнасяне на ресурс от българския капиталов пазар, а да подкрепя балансирано участие на местния пазар в дългосрочните инвестиционни решения.</p> <p>Ето защо предлагат да бъде преразгледана относителната тежест на BGBX40 Price Return в приложенията към проекта на Наредбата, като се предвиди по-балансирано участие на</p>		
--	--	--	--	--

българския капиталов пазар в съответните показатели.

Предлагат следната редакция на теглата:

Приложение № 1
към чл. 2, ал. 2, т. 1

Компоненти и тегла за определяне на показателя за съпоставяне на доходността при управлението на динамичен подфонд в универсален пенсионен фонд

№	Компоненти	Тегло	Тегло	Описание
1	S&P Global 1200 EUR Hedged Price	35 %	25 %	Глобални акции, хеджирани в
2	iBoxx EUR Eurozone 5-10 Total Return	15 %	15 %	Държавни облигации, матуритет 5 -
3	iBoxx EUR	5 %	5 %	Корпоративни
	Corporates Diversified Total Return			облигации EUR
4	S&P Euro Return Price	30 %	30 %	Европейски акции
5	BGBX40 Price Return	10 %	20 %	Български (БФБ)
6	Парични	5 %	5 %	
	ОБЩО	100 %	100 %	

Приложение № 2
към чл. 2, ал. 2, т. 2

Компоненти и тегла за определяне на показателя за съпоставяне на доходността при управлението на балансиран подфонд в универсален пенсионен фонд и за професионален пенсионен фонд

№	Компоненти	Тегло	Тегло	Описание
---	------------	-------	-------	----------

1	S&P Global 1200 EUR Hedged Price	25 %	<u>15 %</u>	Глобални акции, хеджирани в
2	iBoxx EUR Eurozone 5-10 Total Return	50 %	<u>50 %</u>	Държавни облигации, матуритет 5 -
3	iBoxx EUR Corporates	5 %	<u>5 %</u>	Корпоративни облигации ЕИБ
4	S&P Euro Price Return	10 %	<u>10 %</u>	Европейски акции
5	BGBX40 Price Return	5 %	<u>15 %</u>	Български
6	Парични	5 %	<u>5 %</u>	
	ОБЩО	100 %	100 %	

Приложение № 3
към чл. 2, ал. 2, т. 3

Компоненти и тегла за определяне на
показателя за съпоставяне на доходността при
управлението на консервативен подфонд в
универсален пенсионен фонд

№	Компоненти	Тегло	Тегло	Описание
1	S&P Global 1200 EUR Hedged Price	5 %	<u>2 %</u>	Глобални акции, а
2	iBoxx EUR Eurozone 5-10 Total Return	65 %	<u>65 %</u>	Държавни облигации, матуритет 5 -
3	iBoxx EUR Corporates	10 %	<u>10 %</u>	Корпоративни облигации ЕИБ
4	S&P Euro Price Return	5 %	<u>3 %</u>	Европейски акции
5	BGBX40 Price Return	5 %	<u>10 %</u>	Български

6	Парични	10 %	<u>10 %</u>	
	ОБЩО	100 %	<u>100 %</u>	

Считат, че предлаганият подход запазва логиката на диференциране между динамичен, балансиран и консервативен профил. При динамичния подфонд се запазва водещото участие на дяловите инструменти, но се постига по-адекватно представяне на българския пазар. При балансирания подфонд и професионалния пенсионен фонд се запазва основната тежест на дълговите инструменти, като същевременно се осигурява по-видимо участие на местните акции. При консервативния подфонд предложението е съобразено с по-ниската толерантност към риск, но отчита необходимостта българският компонент да не бъде сведен до символично участие.

Счита, че предложената промяна би допринесла за повишаване на ликвидността на регулирания пазар, за подобряване на възможностите за пазарно финансиране на българските предприятия и за по-ефективно изпълнение на националните и европейските политики за развитие на капиталовите пазари и насърчаване на инвестициите в реалната икономика.

Предложението е съобразено с ролята на пенсионните фондове като дългосрочни институционални инвеститори и не води до съществено отклонение от принципите за разумно инвестиране, управление на риска и диверсификация на портфейлите, доколкото останалите компоненти на показателите продължават да осигуряват значителна

		географска и класова диверсификация на експозициите.		
2.	<p>„Експат Асет Мениджмънт“ ЕАД</p> <p>Постъпило на 16.06.2026 г., 14:37 ч., по електронна поща в Комисията за финансов надзор</p> <p>Не са декларирани данни дали лицето действа от свое име или защитава позицията от името на друго лице/група лица</p>	<p>Считат, че за експозицията към български акции SOFIX представлява по-подходящ референтен индекс от BGBX40.</p> <p>Според тях SOFIX представлява по-подходящ референтен индекс от BGBX40 поради своята по-висока ликвидност и по-висока приложимост за институционални инвеститори с мащаба на пенсионните фондове. При избора на подобен бенчмарк следва да се вземат предвид не само представителността на индекса, но и неговата реална възможност за ефективна репликация и практическо приложение.</p> <p>1. Основен принцип - възможност за инвестиране в бенчмарка</p> <p>Посочват, че в международната практика бенчмаркът не е просто статистически измерител на пазара. Той представлява референтен портфейл, спрямо който се оценяват инвестиционните решения и управлението на риска. Следователно един бенчмарк следва да бъде:</p> <ul style="list-style-type: none"> • достатъчно ликвиден • репликируем при разумни транзакционни разходи • приложим за инвеститори с голям размер на активите • устойчив на ценови изкривявания вследствие на големи входящи или изходящи потоци 	Не се приема	<p>При определяне на показателите за определяне на доходността по отношение на компонента, измерващ българския капиталов пазар, е по-целесъобразно за референтен показател да се използва BGBX40, а не SOFIX, тъй като BGBX40 осигурява по-представителна и обективна оценка на пазара, поради отразяването на максимално широк кръг от публични дружества, а не само най-ликвидните и най-големите компании.</p> <p>BGBX40 има по-широко пазарно откритие поради включените в него 40 емисии акции, докато SOFIX обхваща единствено 15 емисии акции. Именно това позволява по-пълно отразяване състоянието и динамиката на българския капиталов пазар.</p> <p>BGBX40 предлага по-висока диверсификация – по-големият брой компании намалява влиянието на отделни емитенти върху общата доходност на индекса. Така се избягва рискът резултатите на</p>

		<p>Считат, че именно тези критерии следва да бъдат водещи при избора на бенчмарк за пенсионните фондове.</p> <p>2. Ограничения на BGBX40 като институционален бенчмарк</p> <p>BGBX40 безспорно осигурява по-широко покритие на българския капиталов пазар. Въпреки това значителна част от дружествата в индекса се характеризират с:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ограничен свободно търгуван обем • ниска дневна ликвидност • ограничена възможност за изграждане на значими позиции без съществено влияние върху цената <p>Считат, че при активи на пенсионната система от над 16 милиарда евро дори малки промени в алокацията към български акции могат да генерират значителни инвестиционни потоци. При наличие на бенчмарк, включващ голям брой по-малки и по-неликвидни компании, това създава риск от:</p> <ul style="list-style-type: none"> • изкуствено покачване на цените • отклонение между теоретичната и реално постижимата доходност • затруднения при ребалансиране на портфейлите <p>3. SOFIX като по-подходящ институционален индекс</p> <p>SOFIX включва най-големите и най-ликвидни компании на Българската фондова борса. Това предоставя няколко съществени предимства:</p> <ul style="list-style-type: none"> • по-висока ликвидност • по-нисък пазарен ефект при сделки • по-ефективно управление на риска 		<p>няколко големи дружества да изкривят представянето на целия пазар.</p> <p>В допълнение, Комисията за финансов надзор приема предложение, получено в хода на обществените консултации на проекта на наредба, с което се предлага при изчисляване на показателите теглото на BGBX40 значително да бъде повишено.</p>
--	--	---	--	---

		<ul style="list-style-type: none"> • по-ниски разходи за изпълнение • по-добра възможност за реално следване на бенчмарка <p>Според тях анализът на пазарната капитализация и свободно търгувания капитал на дружествата в SOFIX и тези от BGBX40, които не са включени в SOFIX, показва съществени различия в реалната възможност за инвестиране на двата сегмента на българския капиталов пазар. Посочват, че на пръв поглед двата сегмента изглеждат относително сходни по размер. Общата пазарна капитализация на дружествата в SOFIX възлиза на приблизително 3.995 млрд. евро, докато тази на дружествата от BGBX40 извън SOFIX е около 3.0 млрд. евро. Това означава, че извън SOFIX са включени компании с близо 75% от номиналната капитализация на дружествата в индекса. Картината обаче се променя съществено, когато се отчете свободно търгуваният обем (free float), който представлява реално достъпната за инвестиране част от всяко дружество. След корекция за free float свободно търгуваната пазарна капитализация на дружествата в SOFIX възлиза на приблизително 1.227 млрд. евро, докато тази на дружествата от BGBX40 извън SOFIX е едва около 0.55 млрд. евро. Особено показателни са данните за свободно търгувания обем. Медианният free float на дружествата в SOFIX е 45%, докато при дружествата от BGBX40 извън SOFIX той е едва 21.2%. Посочват, че използването на медианни стойности елиминира влиянието на единични екстремни наблюдения и дава по-реалистична представа за типичното дружество в</p>		
--	--	---	--	--

	<p>съответната група. Това означава, че типичната компания в SOFIX предоставя повече от два пъти по-голям относителен свободно търгуван капитал в сравнение с типичната компания извън SOFIX. Още по-категорична е разликата при свободно търгуваната пазарна капитализация на отделните дружества. Медианната пазарна капитализация, коригирана с коефициента на свободно търгуваните акции (free float), на компаниите в SOFIX е приблизително 53 млн. евро, докато при дружествата от BGBX40 извън SOFIX тя е едва 14.4 млн. евро. Това означава, че типичната компания в SOFIX предлага близо четири пъти по-голям реално достъпен за инвестиране капитал от типичната компания извън индекса. От гледна точка на институционален инвеститор, какъвто е пенсионният фонд, именно свободно търгуваната капитализация, а не номиналната пазарна капитализация, определя реалните възможности за изграждане и управление на позиции. Тези данни показват, че включването на допълнителни компании чрез BGBX40 увеличава броя на дружествата, но не води до пропорционално увеличение на реално достъпния за инвестиране капитал. Напротив, значителна част от допълнителните компании се характеризират с ограничен свободно търгуван капитал и съответно с по-ниска приложимост за големи институционални инвеститори. Следователно от гледна точка на ликвидност и възможност за ефективно управление на големи портфейли, SOFIX представлява по-подходящ бенчмарк за оценка на представянето на</p>		
--	---	--	--

		<p>пенсионните фондове при инвестиции в български акции.</p> <p>На практика пенсионните фондове са ограничени от изискванията за ликвидност, мащаба на управляваните активи и необходимостта от ефективно управление на риска. Поради това значителна част от по-малките и по-неликвидни дружества, включени в VCBX40, имат ограничена практическа приложимост в размери, съответстващи на тяхното тегло в бенчмарка. В този смисъл използването на индекс, съдържащ емисии с ограничена практическа приложимост за пенсионните фондове, създава риск представянето им да бъде оценявано спрямо референтна база, която не отразява реалните инвестиционни възможности на сектора.</p> <p>4. Защита на интересите на осигурените лица. Основна цел на регулаторната рамка следва да бъде защитата на интересите на осигурените лица. Бенчмарк, който насърчава инвестиции в по-неликвидни активи единствено поради присъствието им в индекса, може да създаде нежелани стимули за инвестиционно поведение. В резултат пенсионните фондове могат да бъдат мотивирани да придобиват определени позиции не защото ги считат за най-добра инвестиционна възможност, а защото се стремят да ограничат отклонението си от бенчмарка. Това увеличава риска от пазарни изкривявания и може да доведе до по-ниска ефективност на управлението на средствата на осигурените лица.</p> <p>Поради изложените съображения считат, че SOFIX представлява по-подходящ референтен</p>		
--	--	--	--	--

		индекс за оценка на експозицията към български акции, тъй като отразява в по-голяма степен реалните инвестиционни възможности на пенсионните фондове и позволява по-обективна оценка на тяхното представяне спрямо реалистично инвестируема референтна база.		
3.	<p>Българската асоциация на дружествата за допълнително пенсионно осигуряване</p> <p>Постъпило на 25.06.2026 г., 09:55 ч., по електронна поща в Комисията за финансов надзор</p> <p>Не са декларирани данни дали лицето действа от свое име или защитава позицията от името на друго лице/група лица</p>	<p>Изразяват принципна подкрепа за усилията на Комисията за финансов надзор за създаване на прозрачна, обективна и пазарно обоснована рамка за оценка на постигнатите инвестиционни резултати.</p> <p>Считат, че въвеждането на ясни и методологически обосновани показатели ще допринесе за коректното съпоставяне на доходността, по-добрата информираност на осигурените лица и повишаването на доверието в системата. Посочват, че наред с това окончателната методология трябва да отчита различията в инвестиционните цели, рисковите профили и структурата на активите, да гарантира равнопоставеност между пенсионноосигурителните дружества и да не допуска изкривяване на оценката на постигнатите резултати.</p> <p>В тази връзка предлагат промяна в Приложение № 3 към чл. 2, ал. 2, т. 3 със следните мотиви:</p> <p>Считат, че предложеният индекс iBoxx EUR Eurozone 5-10 Total Return не съответства на инвестиционния хоризонт на консервативния подфонд, който по своята същност е краткосрочен - близък до 3 години. Това би изложило осигурените лица на прекомерни рискове, свързани с лихвените нива. В тази връзка предлагат той да бъде заменен с по-</p>	Приема се	

		<p>краткосрочен референтен индекс iBoxx EUR Eurozone 1-5 Total Return с FIGI код: BBG000XW7LG1.</p> <p>Посочват, че основен принцип при изграждането на подходящ бенчмарк е съответствието между инвестиционния хоризонт на осигурените лица и лихвения риск (дюрацията) на използвания индекс. Използването на индекс с матуритет 5-10 години за подфонд с хоризонт около 3 години води до поемане на значително по-висок лихвен риск от необходимото.</p> <p>Осигурените лица в консервативния подфонд се намират в етап, близък до пенсиониране, което предполага ограничен времеви хоризонт за възстановяване на евентуални загуби. Поради това те са значително по-чувствителни към краткосрочни пазарни колебания. Използването на индекс с експозиция, концентрирана в по-дългосрочни облигации, увеличава волатилността на референтния показател и създава риск от реализиране на съществени отрицателни резултати, които не могат да бъдат компенсирани в рамките на краткия инвестиционен хоризонт на осигурените в консервативния подфонд. Синхронизирането на дюрацията с хоризонта на осигурените лица представлява пряк механизъм за защита на техните интереси.</p> <p>Периодът на рязко повишение на лихвените нива през 2022 г. ясно илюстрира този риск. Дългосрочните държавни облигации отчетоха съществени отрицателни преоценки. Показателят за съпоставяне на доходност в</p>		
--	--	--	--	--

		<p>консервативния подфонд е с най-лошо представяне спрямо останалите, като понижението му в рамките на годината е над 15%. В контекста на консервативен подфонд, подобно поведение на бенчмарка е несъвместимо с неговата функция, тъй като води до отчетно влошаване на резултатите и до поемане на риск, който не съответства на профила на инвеститорите. Консервативният подфонд трябва да бъде насочен към запазване на капитала и минимизиране на колебанията в стойността на активите. Същевременно използването на индекс с по-дълга дюрация при кратък инвестиционен хоризонт създава предпоставки за сериозна асиметричност в доходността на осигурените лица в консервативния подфонд, в зависимост от момента, в който влизат в него. Част от тях биха реализирали по-висока доходност в резултат на допълнителната премия от инвестиране в по-дългосрочни облигации при благоприятна пазарна среда, докато други биха понесли съществени загуби при сценарий с повишаващи се лихвени нива.</p> <p>Считат, че изложените бележки и предложения отчитат дългосрочния инвестиционен хоризонт на пенсионните фондове и са в съответствие с принципите на разумното инвестиране, ефективното управление на риска и диверсификацията на портфейлите.</p>		
--	--	---	--	--