

# Регулиране и наблюдение на инвестиционния риск при пенсионните фондове

**гл.ас. д-р Жеко Милев**  
УНСС, катедра „Финанси“  
тел.: 0897960874  
e-mail: jekomilev@gmail.com

**Резюме:** Регулирането, наблюдението и управлението на инвестиционните рискове пред пенсионните фондове е важно с оглед запазване на стабилността на осигурителната система, изградена на капиталово-натрупващ принцип. В теорията и практиката са известни два подхода за регулиране на инвестиционните рискове на пенсионните компании: индиректен и директен. При индиректния подход, държавата се опитва, регулирайки инвестициите, т.е. инструментите, в които могат да се влагат парите на осигурените лица, да регулира и инвестиционния риск пред пенсионните дружества. При директния подход оторизираните органи следят за изменението на специални рискови измерители – VaR, коефициент на Шарп и др., и в зависимост от тяхната промяна определят и риска пред дадената пенсионна компания. Фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България се развиват много динамично през последните години. С оглед неблагоприятната демографска ситуация в страната може да се предвиди, че капиталовият елемент в осигуряването ще играе все по-голяма роля за бъдещите поколения пенсионери. Ето защо правилното регулиране на инвестиционните рискове би

могло да спомогне за успеха на пенсионната система, изградена на фондов принцип.

**Ключови думи:** пенсионни фондове, инвестиции, рискове, регулиране.

**JEL:** G23.

## Причини за регулиране дейността на пенсионните фондове

Основна функция на пенсионните фондове е да бъдат средството, което да осигури адекватен доход на лицата, които по обективни причини не са в състояние да упражняват трудова дейност. При схемите с определени вноски осигуряващите се лица и/или техните работодатели правят вноски през акумулационния период (годините, през които лицето получава трудов доход), за да може в края на периода, в зависимост от натрупаната сума по индивидуалната партида на лицето, пенсионната компания да започне да изплаща определена пенсия. Натрупаната сума, от която ще се определи размерът на пенсията на лицето, ще зависи: първо, от размера на вноските; второ, от продължителността на периода, през който са правени те; трето от доходността, която ще реализира пенсионната компания в резултат на инвестирането на постъпващите средства; и четвърто, от транзакционните разходи, които осигуре-

ното лице ще заплаща за управление на неговите средства. За разлика от схемите с определени пенсии, при схемите с определени вноски инвестиционният риск е изцяло за сметка на осигуреното лице. Това поставя въпроса за начина, по който става регулирането и наблюдението на инвестиционния риск при пенсионните фондове, и за ролята на държавата в този процес. В настоящата статия е направен анализ на причините, поради които държавата регулира инвестиционната дейност на пенсионните компании, начините, посредством които това може да стане, и накрая са направени изводи и препоръки, засягащи регулирането на инвестиционния риск при българските пенсионни дружества.

В икономическата теория е известно, че ако се абстрахираме от въпросите за преразпределение на дохода в икономиката, държавата се намесва, за да регулира процесите, които протичат в стопанството, тогава, когато е налице някакъв пазарен провал. Когато става въпрос за дейността на пенсионните фондове, пазарните провали могат да бъдат сведени до три: информационна асиметрия, външни ефекти и придобиване на прекалено голяма пазарна мощ<sup>1</sup>.

**Информационната асиметрия**<sup>2</sup> в дейността на пенсионноосигурителните дружества може да възникне тогава, когато купувачите на финансовите услуги на пенсионните фондове не могат да достигнат до достатъчно информация за това, което получават. Пенсионните фондове имат множество клиенти, всеки един от които инвестира част от своя доход за един дългосрочен период. В същото време само малка част от хората имат познания за различните финансови ин-

струменти, в които инвестират пенсионните дружества. Следователно много трудно биха могли да оценят правилността на възприетата инвестиционна стратегия, дори да имат информация за инструментите, в които инвестира съответното дружество<sup>3</sup>. Ето защо се счита за правилно държавата да определи точно в кои инструменти и в какви проценти да инвестират институционални инвеститори от типа на пенсионните фондове. Отговорността на държавата е още по-голяма, когато лицата са задължени законово да отделят част от средствата си в пенсионен фонд за допълнителна пенсия, какъвто е случаят в България. В същото време недобре развитият пазар на финансови инструменти в страната и липсата на достатъчно професионален опит на хората, управляващи пенсионноосигурителните дружества, допълнително допринасят за опасности от асиметричност в информацията.

**Външните ефекти** възникват тогава, когато действията на едни икономически агенти имат неценови последици за други. В случая с пенсионните фондове и тяхната дейност отрицателни външни ефекти биха могли да възникнат най-вече спрямо държавата<sup>4</sup>. Това е така, тъй като тя е отговорна за провеждането на цялостната социално-икономическа политика в страната. Евентуален провал на пенсионните фондове при реализирането на достатъчна доходност от инвестиционната им дейност и съответно невъзможност за изплащането на адекватен размер на пенсията директно би се отразил върху провежданата от държавата социална политика. Подобно развитие в дейността на пенсионноосигурителните дружества би довело до покачване на социалното напрежение сред хората в нагтрудоспособна възраст и

<sup>1</sup> Davis, E. Ph., Investment of Mandatory Funded Pension Schemes, 1998, с. 25.

<sup>2</sup> Bodie, Z., E. Ph., Davis, The Foundations of Pension Finance, Edward Elgar, 2000, с. 4.

<sup>3</sup> Davis, E. Ph., B. Steil, Institutional investors, MIT Press, 2000, с. 12.

<sup>4</sup> Davis, E. Ph., Investment of Mandatory Funded Pension Schemes, 1998, с. 25-26.

решението на проблема би било в правомощията на държавата. Това обаче е свързано с допълнителни разходи от страна на правителството. Подобни отрицателни външни ефекти дават основание на държавните власти да се намесят, изисквайки от пенсионноосигурителните дружества да реализират минимална, определена от тях доходност по извършените инвестиции.

**Придобиването на прекалена пазарна мощ** на пазара за пенсионни продукти е третата форма на пазарен провал, която евентуално би могла да възникне вследствие на дейността на пенсионните дружества. С приемането на България в ЕС и значителното либерализиране на пазара тази хипотеза за нашата страна не е толкова валидна. Независимо от това винаги трябва да се има предвид, че придобиването на прекалено голям пазарен дял може да изкуши управляващите пенсионните дружества да работят в много по-голяма степен в интерес на акционерите на пенсионните фондове, а не толкова в полза на осигурените лица. Господстващото положение на пазара може да даде възможност на мениджърите на осигурителните дружества да предприемат рискови инвестиции, които не биха си позволили в случаите, когато на пазара има достатъчно играчи и конкуренцията между тях е на доста високо ниво. Злоупотребата с пазарно положение е следващият аргумент за регулиране инвестиционната дейност на пенсионните дружества.

Разбира се, когато става въпрос за пазарни провали, добрият анализатор винаги трябва да обърне внимание и на съответната алтернатива, т.е дали държавата е в състояние да коригира даден пазарен провал, или просто един вид неефективност ще бъде заменен с друг. Финансовият подход за регулиране дейността на пенсионните фондове не е единственият, който би могъл да обо-

снове определени регулации. Не трябва да се забравя, че пенсионните компании изпълняват и социална функция. Следователно повишаването на сигурността и адекватността в доходите биха били аргументи за регулиране на пенсионните институции. Данъчните привилегии, отнасящи се до пенсионните фондове, подчертават този алтернативен подход. Всеки един от тези аргументи има своето основание във финансовата теория. На практика обаче държавата обръща най-много внимание на инвестиционния риск и вероятността пенсионните компании да не са в състояние да реализират доходност, която адекватно да повиши натрупаната сума по индивидуалната партида на лицето.

## Регулиране на инвестиционния риск

Регулирането и наблюдението на инвестиционния риск е трудна задача, тъй като рискът, произтичащ от инвестиционните решения, взети от пенсионноосигурителните дружества, може да бъде различен за различните осигурени лица. От съществено значение е времевият хоризонт на инвестицията. Той ще се определя от годините, които остават на едно лице, до достигане на пенсионна възраст. Пенсионните фондове са дългосрочни по своя характер инвеститори. Те могат да си позволят да вложат парите на осигурените лица за период от 25, 30 години, а в някои случаи и по-дълго време. Осигурените за пенсия лица ще се интересуват от стойността на инвестицията най-вече към датата на пенсиониране. В този смисъл краткосрочни колебания в нея не са от толкова голямо значение. При лица обаче, на които им остават само няколко години до пенсия, краткосрочните колебания могат да имат сериозни последици. Във финансовата теория се счита, че в дългосрочен период най-доходоносни са инвестициите в акции.

В краткосрочен период този инструмент може да претърпи значителни колебания в своята стойност, т.е., когато става въпрос за инвестиция в рамките на година, две или три, рискът при инструментите с променлив доход е най-голям. Когато обаче се сравнява доходността на различни финансови инструменти в дългосрочен период, акциите почти винаги изпреварват инвестициите в инструменти с фиксиран доход, каквито са например облигациите и банковите депозити. Ето защо е важно, когато се наблюдава и регулира инвестиционният риск на пенсионните компании, да се анализира добре възрастовата структура на участниците в гадена пенсионна схема. Когато инвестиционният хоризонт пред осигурените е достатъчно дълъг, пенсионните фондове не бива да бъдат принуждавани да инвестират предимно в облигации, чиято доходност не търпи колебания в краткосрочен период, но в дългосрочен почти винаги изостава от доходността, която може да се реализира при инвестициите в акции.

### **Индиректен подход – правилото на благоразумния човек срещу стриктно определени правила**

В различните страни инвестиционният риск се регулира по различни начини. Могат да бъдат открити най-вече три варианта. При първия държавата определя стриктно в какви инструменти и в какви пропорции могат да инвестират пенсионните компании. Този начин е възприет и от българския законодател. Положителните му страни произтичат от наличието на ясни правила, които просто трябва да бъдат следвани от мениджърите на пенсионните дружества. Недостатъците идват от не-

съобразяването на възрастовата структура на осигурените в гаден пенсионен фонд и възможностите, които се предоставят за инвестиции. Най-често законодателят ограничава значително инвестициите в инструменти с променлив доход за сметка на тези с фиксиран. Последните имат ниски колебания в доходността и в цените в краткосрочен период, но в дългосрочен много често не са в състояние дори да покриват темпа на инфлация.

Вторият подход е известен като правилото на благоразумния човек (*prudent man rule*). Този подход е по-типичен за страните с англосаксонска правна традиция, като Великобритания, САЩ, Канада, Австралия, Ирландия и др. През последните години обаче се наблюдава тенденция на либерализиране на пенсионноосигурителния сектор в почти цяла Европа. Немалко страни възприеха, ако не в цялост правилото на благоразумния човек, поне някои негови елементи, давайки по-голяма свобода на пенсионните дружества при избора на инвестиционни стратегии. Целта, която се преследва с това, е да се постигне по-висока степен на ефективност в дейността на пенсионните фондове и по-голяма сигурност при извършване на пенсионните плащания към бъдещите поколения пенсионери. Правилото на благоразумния човек може да бъде синтезирано по следния начин: *„Доверителят трябва да изпълнява своите задължения с грижа, умение, предпазливост и старание така, както благоразумен човек би действал на подобна позиция при управлението на предприятие от подобен характер и преследващо подобни цели“*<sup>5</sup>.

От това определение може да се заключи, че „благоразумието“ (предпазливостта) трябва да бъде търсено главно в процеса, в чиито рамки инвестиционните стратегии биват

<sup>5</sup> Davis, E.Ph., Prudent Person Rule, Standard for the Investment of Pension Fund Assets, Russel Galer, 2002, с. 3-5.

развивани, възприемани, прилагани и наблюдавани в светлината на целите, за които пенсионните фондове се създават. Благоразумието се демонстрира по-скоро посредством начина, по който става управлението на риска, отколкото посредством някакво точно дефиниране на рискове, които да се считат за неблагоприятни. Няма инвестиция, която да се смята за неблагоприятна сама по себе си. Резултатите от дадена инвестиция и техниките, използвани за инвестиране, са по същество неутрални. Начинът обаче, по който се е стигнало до решението за използване на дадена техника, трябва да бъде изследван и да се определи дали отговаря на стандарта за предпазливост. Дори най-агресивните и рискови инвестиции биха могли да отговарят на този стандарт, ако начинът, по който се е стигнало до тях, е достатъчно прозрачен, и обратното – дори най-консервативните и традиционни инвестиции биха могли да се считат за неблагоприятни, ако решенията за тях са взети на „тъмно“<sup>6</sup>.

Правилото на благоразумния човек е по-скоро ориентирано към поведението на отделния инвеститор, отколкото към резултатите от неговата дейност. Ударението пада върху прозрачността при вземането на решения, а не върху реализираната доходност от дадена инвестиция. Т.е. „не се прави ретроспективна оценка за това дали инвестиционните решения са били успешни, а се следи преди всичко за разумността на процеса, посредством който се е стигнало до тези решения“. Доверителят или попечителят има задължението да се грижи за средствата на своите клиенти, така както би се грижил за своите собствени средства. За целта той трябва да притежава необходимите знания и умения и да е достатъчно добре запознат с управлявания от него пенсионен план, за да може да изпълнява коректно своите отговорности. В случай че

той не притежава определени познания за извършването на конкретни задачи, свързани с управлението на фонда, трябва да наеме специалист, който е експерт в дадената област, и би могъл да получи от него професионален съвет. Само по този начин доверителят би могъл да изпълни правилото на предпазливия човек. Дори когато делегира отговорности, доверителят е длъжен да съблюдава как биват извършвани задачите, които е възложил, за да се убеди, че те се изпълняват коректно, достатъчно благоразумно и с грижа на добър стопанин.

Някои автори са на мнение, че спазването на принципа на предпазливостта трябва да бъде придружено и от спазване на принципите за лоялност и диверсификация, т.е. тези два принципа трябва да бъдат изрично упоменати, когато става дума за управление на организации от рода на пенсионни дружества, взаимни фондове, тръстове и т.н. Други автори пък считат, че тези два принципа влизат в правилото на благоразумния човек. Задължението за лоялност изисква от доверителя или попечителя да работи единствено в интерес на членовете на фонда, да ги защитава по възможно най-добрия начин. Всякакъв конфликт на интереси следва да се избягва. Ето защо в някои законодателства този принцип е изрично дефиниран отделно от принципа за благоразумие. Принципът за диверсификация пък изисква инвестиционният портфейл да бъде добре диверсифициран, да съдържа различни активи. Това включва както различни класове активи, така и различни активи в рамките на един клас. Принципът за диверсификация най-често е изрично споменат, но без да се дефинират конкретни количествени ограничения.

Правилото на благоразумния човек дава възможност на мениджърът на пенсионните

<sup>6</sup> Davis, E. Ph., Prudent Person Rule, Standard for the Investment of Pension Fund Assets, Russel Galer, 2002, с. 3-5.

дружества да проявява гъвкавост при вземането на инвестиционни решения в непрекъснато изменяща се среда. И докато тази гъвкавост може да бъде сметена като една от силните страни на правилото, същевременно може да бъде разглеждана и като негова слабост. Това е така, тъй като на практика е много трудно да се определи кога правилото е нарушено от страна на доверителя или попечителя.

Непрекъснато изменящите се финансови инструменти, в които може да се инвестира, изправят регулиращите органи в страната пред множество трудности, най-вече от гледна точка на правилната преценка за това дали направените инвестиции са благоразумни, дали са използвани подходящите инструменти, как новопоявилите се инструменти се вписват в инвестиционната политика на пенсионното дружество. Самите регулаторни органи трябва да имат добри познания за новите продукти, новите инвестиционни техники, новите форми на риск, пред които е изправен пенсионният фонд. От тяхната правилна преценка ще зависи дали пенсионният фонд ще претърпи определени санкции, или не.

Всички тези трудности липсват, когато нормативната уредба е изградена на базата на стриктно определени правила. При тях законодателят ясно и точно е определил в какви инструменти имат право да инвестират пенсионните фондове и в рамките на какви размери може да стане това. Оттук се изчерпват и възможностите за каквато и да било субективна оценка от страна както на мениджмънта на фонда, така и на регулиращия го орган. Значително се улесняват процедурите за контрол върху тези организации, в същото време обаче се появяват предпоставки системата да работи недостатъчно ефективно – да бъде пропуснат голям дял от бъдещите бенефициенти вследствие

на невъзможността да се използват благоприятни инвестиционни възможности поради ограниченията, въведени от регулатора.

Така разглежданите два подхода са от групата на индиректните, т.е. законодателят се опитва посредством регулиране на инвестициите на компаниите да ограничава инвестиционния риск, пред които са изправени осигурените лица.

### Директен подход – изчисляване измерителите на риска

Съществува и директен подход за регулиране на инвестиционния риск. При него властите определят конкретна норма на определен рисков показател, която следва да се спазва от пенсионните дружества. Подобен подход е възприет в Мексико, където пенсионните компании изчисляват и обявяват показателя „стойност под риск“ (Value at Risk). При този подход се показва каква е максималната загуба, която може да претърпи осигуреното лице с определена степен на вероятност в рамките на определен времеви интервал. Този показател е по-разпространен в застраховането и банковото дело и по-малко в пенсионното осигуряване. Причина за това е, че с увеличаване на времевия хоризонт за изчисляване на максималната загуба, показателят „стойност под риск“ може да даде значителни отклонения. Независимо от това в последните години се наблюдава значително разпространение на този измерител сред работещите в пенсионната индустрия. Една от причините е сравнително лесното интерпретиране на показателя както от професионалистите, така и от хората, които не се занимават непрекъснато с инвестиции. Друг показател, който би могъл да се използва за оценка на риска, е т.нар. „условна стойност под риск“ (Conditional Value at Risk – CVaR). Този показател пред-

ставява разширение на показателя VaR, тъй като той показва каква е вероятността да се получи точно определена загуба, която е над нивото на VaR. Докато VaR сигнализира например за 5 % вероятност в следващите 7 дни да загубим над 100 000 долара, CVaR се опитва да даде отговор на въпроса, каква ще бъде средната загуба, която бихме претърпели над тези 100 000 долара. VaR не обръща внимание на загубите, които настъпват след доверителния интервал, т.нар. „tail risk”, а именно тези загуби биха могли да наранят най-много гаден участник в пенсионна схема. Въпреки че условият VaR все още няма широко разпространение като показател за риска, предпоставките за неговото все по-интензивно използване са налице.

Коефициентът на Шарп е друг измерител, който би могъл да се използва от регулиращите органи за наблюдение и оценка на риска. Този коефициент показва каква доходност над безрисковата е реализирана за единица риск. Намира се по следната формула:

$$S_n = \frac{R_t - rf}{\sigma_n},$$

където:

$S_n$  – коефициентът на Шарп за съответния период;

$\sigma_n$  – стандартното отклонение за съответния период, %;

$rf$  – безрисковата доходност за съответния период, %;

$R_t$  – постигнатата доходност за съответния период, %.

Коефициентът на Шарп е лесен за изчисление и сравнително удобен за интерпретиране. Използва се често от професионалните инвеститори, включително и от пенсионните компании. Този измерител обаче не дава точни резултати тогава, когато разпреже-

лението на доходностите се отклонява от нормалното.

Който и от измерителите на риска да бъде избран от страна на контролните органи, за да има полза от неговото изчисление, той трябва да бъде съобразен, първо, с инвестиционния хоризонт на инвеститора, и второ, с целта, която има осигуреното лице за крайната акумулирана сума. Рискови измерители, изчислени за един хоризонт, могат да не дават точна информация за друг. Директното пренасяне на измерители на риска от гаден инвестиционен хоризонт в друг и съобразяването с тях на инвестиционната стратегия може да доведе до сериозни грешки в алокацията на активи<sup>7</sup>. Това не означава, че пенсионите фондове не бива да изчисляват рискови показатели за по-кратки периоди. Напротив, изчисляването им може да подпомогне набирането на важна информация за качествата на различните класове от активи и по този начин да сигнализира на инвеститора за евентуално ребалансиране на портфейла в дългосрочен период. В същото време членовете на пенсионната схема могат да получат информация за това каква стойност са добавили мениджърите, залагащи на активни инвестиционни стратегии. Необходимо е да се подчертае, че дългосрочните инвеститори – като пенсионните фондове, задължително трябва да съобразяват своята инвестиционна стратегия с потребностите на осигурените, а те са свързани най-вече с максимизиране на стойността на инвестицията към датата на пенсиониране при относително ниско ниво на риск. Нереализирането на достатъчна доходност може да има неблагоприятни последици за капиталовата система като цяло.

Пенсионните фондове в България се развиват изключително динамично през послед-

<sup>7</sup> Yermo, J., Regulation and Monitoring Investment Risk, Application of the OECD Guidelines, 2002, с. 3.



ните години, като нетните им активи към 31.12.2008 г. вече надхвърлят 2 млрд. и 200 млн. лв. От правилното инвестиране на тези средства ще се определи една значителна част от пенсиите на бъдещите поколения пенсионери. Доходността, която ще се реализира, до голяма степен ще зависи и от риска, който ще са склонни да поемат управляващите пенсионните дружества. Ето защо могат да бъдат направени следните изводи във връзка с управлението и големината на риска, който биха могли да поемат българските пенсионни компании.

Първо, те се намират все още в своя „незрял“ стадий на развитие, когато лицата, които внасят осигурителни вноски, са много повече от тези, които получават пенсии. Това предопределя и сравнително дългия инвестиционен хоризонт, който имат пенсионните мениджъри пред себе си. Следователно финансовата теория предписва, че инвестициите в инструменти с променлив доход биха били най-подходящи.

Второ, българският капиталов пазар е все още малък по обем, недостатъчно ликвиден и не предлага множество качествени инструменти. Българският законодател от своя страна възприе индиректен подход за регулиране на риска на пенсионните фондове, като стриктно определи в какви инструменти и в какви пропорции да бъдат инвестирани средствата на осигурените лица. Това засяга най-вече втория стълб в осигуряването, а именно допълнителното задължително пенсионно осигуряване. Липсата на достатъчно качествени акции, от една страна, и количествените ограничения, от друга, предполагат недостатъчно ефективно управление на пенсионните активи. Допуска се, че в следващите години от решаващо значение ще бъде появата на още инструменти, които да са подходящи за инвестиции от страна на пенсионните компании у нас.

Трето, от съществено значение за успеха на реформата в пенсионното осигуряване ще бъде по-масовото популяризиране на третия стълб в осигуряването – допълнителното доброволно пенсионно осигуряване. Въвеждането на мултифондовата система е добра стъпка в тази насока. Тя ще даде възможност на хората сами да избират рисковия профил на своя инвестиционен портфейл. Не трябва обаче да се подценява обстоятелството за финансовата грамотност и подготвеност на осигуряващите се. Хората трябва да бъдат добре информирани за рисковете, които ще понесат при избора на един или друг портфейл, и за евентуалната доходност, която биха реализирали. Изборът, който ще направят, трябва да е финансово обоснован. В противен случай може да се изпадне в ситуация, при която по-възрастни хора, на които им остават малко години до пенсия, да влягат своите средства във високорисков портфейл, а млади, които сега започват своята трудова кариера, да инвестират в консервативен. Това би довело до неефективност и би поставило системата пред сериозна заплаха.

Четвърто, за следенето на риска в третия стълб в осигуряването държавните органи биха могли да прибегнат до някои от директните методи. Коефициентът на Шарп и/или VaR са подходящи измерители. От съществено значение обаче ще бъде правилният избор на времеви период, за който да се изчисляват. В противен случай резултатите, които ще се получат, едва ли биха могли да се използват при анализа и съответно при избора на подходящ инвестиционен портфейл. Същите показатели могат да се прилагат и при оценката на риска в допълнителното задължително пенсионно осигуряване, но там възможностите за структуриране на конкретен портфейл са по-малки с оглед на по-големите ограничения, пред които са изправени мениджърите на пенси-



онните компании. Правилното и ефективно наблюдение и регулиране на инвестиционния риск на пенсионните фондове ще допринесе за успеха на пенсионната реформа у нас.

## Литература

1. Гочев, Г., Б. Манов, Социално осигуряване, Тракия-М, 2004.
2. Davis, E. Ph., Investment of Mandatory Funded Pension Schemes, 1998.
3. Bodie, Z., E. Ph. Davis, The Foundations of Pension Finance, Edward Elgar, 2000.
4. Davis, E. Ph., and B. Steil, Institutional investors, MIT Press, 2000.
5. Davis, E. Ph., Prudent Person Rule Standard for the Investment of Pension Fund Assets, Russel Galer, 2002.
6. Yermo J., Regulation and Monitoring Investment Risk, Application of the OECD Guidelines, 2002.
7. Кодекс за социално осигуряване
8. НАРЕДБА № 10 от 26.11.2003 г. за изискванията към състава и структурата на собствения капитал (капиталовата база) на пенсионноосигурителното дружество и към минималните ликвидни средства на дружеството и на управляваните от него фондове за допълнително пенсионно осигуряване.
9. НАРЕДБА № 34 от 4.10.2006 г. за условията за сключване на сделки за намаляване на инвестиционния риск, свързан с активите на фонд за допълнително пенсионно осигуряване и за изискванията и ограниченията към тези сделки.
10. НАРЕДБА № 12 от 10.12.2003 г. за начина и реда за определяне на минималната доходност при управление на активите на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване, за покриване на разликата до минималната доходност и за формиране и използване на резервите за гарантиране на минималната доходност. **ИИ**