

СТАНОВИЩЕ НА БЪЛГАРСКАТА НАРОДНА БАНКА ПО ЗАКОНА ЗА ИЗМЕНЕНИЕ И ДОПЪЛНЕНИЕ НА ЗАКОНА ЗА ДЪРЖАВНИЯ ФОНД ЗА ГАРАНТИРАНЕ УСТОЙЧИВОСТ НА ДЪРЖАВНАТА ПЕНСИОННА СИСТЕМА И МОТИВИТЕ КЪМ НЕГО

Настоящото становище на Българската народна банка е изготвено в отговор на получените на 12.03.2012 г. от Министерството на финансите проект на Закон за изменение и допълнение на Закона за държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система (наричани по-нататък „Законът” и „Фондът”) и мотиви към проекта.

Българската народна банка не може да подкрепи предложените промени, целящи да позволят инвестиране на средства от Фонда в ценни книжа, издавани от български емитенти, в т.ч. български ДЦК, други дългови ценни книжа и акции, поради значителните рискове както за управлението на натрупаните дотук във Фонда средства, така и за общата финансова стабилност на страната.

БНБ предлага настоящият законопроект да бъде оттеглен от вносителя, като решението дали изобщо да бъде внесен в бъдеще да бъде взето след една задълбочена дискусия, каквато досега не е била провеждана, между институциите, носещи отговорността за макроикономическата и финансовата стабилност в страната.

Аргументите и коментарите ни в подкрепа на нашата позиция са обобщени, както следва:

ОБЩА БЕЛЕЖКА ПО МОТИВИТЕ КЪМ ЗАКОНОПРОЕКТА

Въпросът с реализираната исторически доходност от инвестирането на средствата на Фонда се изтъква като водещия мотив към законопроекта, който цели да оправдае намеренията на вносителя за отказ от досегашния консервативен подход и предприемане на едно „по-активно” управление на акумулираните средства.

Като фискален агент и депозитар на държавата обаче сме длъжни да подчертаем следното:

1. Следва да бъде обърнато внимание, че досега управителният съвет на Фонда никога не се е възползвал от пълните инвестиционни възможности, налични в съществуващия закон. Очевидно доходността не е била водещ мотив при вземане на решенията за управление на средствата на Фонда.

2. Досега изборът е бил Фондът да бъде инвестиран само в краткосрочни депозити (със срок максимум до 6 месеца), които носят относително нисък лихвен процент. Това са пазарните лихвени проценти по такива депозити в евро.

3. БНБ не взема инвестиционните решения по отношение на Фонда, но е предлагала на МФ да му бъде структуриран портфейл от ДЦК, издадени от страни-членки на еврозоната. Фондът би получавал общата доходност на такъв портфейл. Този инструмент съществува от 2002 г. и МФ го е използвало в миналото.

4. По-активното управление на инвестициите изисква наличие на капацитет и знание за избор на портфейл и за рисковете. В момента целият риск от инвестирането на депозитите на Фонда се носи от БНБ. (В същото време, БНБ вече 15 години отчита печалба при управлението на валутните резерви на страната, като от тази печалба дотук е внесла в бюджета на страната 2.56 млрд. лева.) МФ винаги е можело да се възползва от знанията и опита на централната банка, ако е желало.

5. Не е коректно да бъде игнорирана връзката между дохода от управлението на Фонда досега и вноската на БНБ в държавния бюджет (от който при необходимост се извършват трансфери към НОИ). Ежегодната вноска на БНБ в държавния бюджет, която представлява остатъка от годишното превишение на приходите над разходите на банката, силно зависи от реализирания от БНБ нетен доход от управлението на валутните резерви. Доколкото обаче активите на Фонда са и част от валутните резерви на страната, всяка разпределена към Фонда доходност автоматично намалява нетния финансов резултат от управлението на валутните резерви - което от своя страна, в съответната пропорция, понижава последващата вноска от БНБ в полза на държавния бюджет.

I. РИСКОВЕ

1. Макроикономически рискове

1.1. Фондът е част от фискалния резерв на правителството и средствата в него са актив на българската държава. С инвестирането на средства от Фонда в български ДЦК обаче тези средства престават да бъдат актив и се превръщат в пасив (т.е. задължение) на държавата. Ето защо фискалният резерв автоматично намалява с размера на средствата, инвестирани в български ДЦК.

Дори ако не бъдат инвестирани в български ДЦК, средствата във Фонда биха спаднали поради понижаване в пазарните цени на по-рисковите активи, в които ще бъде инвестирано в резултат от предложеното разхлабване на инвестиционния режим. Това също съответно ще намали фискалния резерв и ще предизвика множество негативни ефекти.

Законопроектът съдържа предпоставки за проявяването на други съществени макроикономически рискове. Първо, управляваните от БНБ средства на Фонда са част от международните валутни резерви на България. Инвестирането на средства от Фонда в активи вътре в страната автоматично ще понижи международните валутни резерви на България, тъй като тези активи не могат да бъдат третирани като международни резерви. Това ще даде силен негативен сигнал за инвеститорите и чуждестранните анализатори, ще накърни доверието в икономиката на България и като краен резултат ще повиши цената, на която се финансират правителството и частният сектор.

Второ, въпреки че технически погледнато съществуването на фискален резерв не е задължително условие за стабилното функциониране на валутния борд (например към 19.03.2012 г. без депозита на правителството в БНБ покритието на лева с активите на управление „Емисионно” е 152%), на практика размерът му винаги се е разглеждал от инвеститорите и от чуждестранните анализатори като важен показател за устойчивостта на валутния борд - основата на финансовата стабилност в България. Фискалният резерв поддържа интереса и доверието в икономиката ни. Наличието на високи фискални буфери досега беше изтъквано от международните рейтингови агенции като едно от главните предимства на българската икономика, които ѝ позволяват да се справя с предизвикателствата на икономическата криза. Едно допълнително понижаване на фискалния резерв ще лиши България от този важен защитен механизъм и съответно ще предизвика понижението на кредитния рейтинг на държавата¹.

¹ В своя доклад от 22.07.2011 г. агенция Moody's цитира като основание за повишаването на кредитния рейтинг на България наличието на „здрави ликвидни и капиталови буфери както на финансовата система, така и на правителството, които по мнението на Moody's са достатъчни за поемане на шоковете идващи от волатилността на региона”.

Дори и преди фактическото понижение на кредитния рейтинг на страната, засилените възприятия за кредитен риск на България ще оскъпят кредитния ресурс (заради по-високата изискуема рискова премия), с което ще затруднят частния сектор при обслужване на чуждестранния и местния му дълг и ще намалят входящия капиталов поток под формата на заеми и преки чуждестранни инвестиции.

Трето, инвестирането на фискалния резерв в обособени активи, извън Единната сметка на правителството, означава намаление на онази част от средствата от фискалния резерв, които могат да бъдат използвани за текущи ликвидни нужди на бюджета. Тук следва да се подчертае, че фискалният резерв и към настоящия момент (при достигнатото към момента ниво) е загубил гъвкавостта си на инструмент за управление на ликвидността на бюджета, поради което сега на практика текущите ликвидни нужди на правителството се покриват със средства от фондове във фискалния резерв, които са с целево предназначение.

Изводът е, че фискалният резерв на правителството не само че не трябва да бъде намаляван, а напротив - необходимо е той да бъде попълван, за което многократно сме обръщали внимание на МФ.

1.2. Фондът е създаден с цел формирането на антицикличен резерв за покриване на бъдещите разходи на държавата (след 2018 г.) за изплащане на пенсии във време, когато поради неблагоприятната демографска динамика се очаква спад на икономически активното население, чийто социални вноски покриват изплащането на текущите пенсии (първия стълб на пенсионната система). Това неблагоприятно развитие на демографската картина се определя от спада в раждаемостта, миграцията и увеличаването на продължителността на живот. Този структурен проблем на българската икономика ще води до по-нисък дългосрочен темп на икономически растеж и ще изисква акумулирането на резерви чрез реализиране на бюджетни излишъци. В случай, че на Фонда се разреши да има в активите си български ДЦК, тогава в бъдеще (когато би трябвало да допълва недостигащите трансфери към фонд „Пенсии“) той ще бъде изправен пред следните рискове. Първо, ако тогава притежаваните от Фонда ДЦК падежират, държавата на практика ще трябва да се разплаща със самата себе си. Но същата неблагоприятна демографска картина и съответно свита икономическа активност, които ще предизвикат използването на Фонда за допълване на пенсиите, ще означават и по-ниски данъчни постъпления, а оттам - още по-голямо затруднение за държавния бюджет да покрие плащанията по българските ДЦК. Второ, ако държавата е принудена да ги продава на вторичния пазар, за да набави необходимите средства, една такава масирана разпродажба ще срина цените на книгата, от което на първо място ще загуби самият Фонд (т.е. ще бъдат загубени парите за пенсии).

1.3. Инвестирането на средствата от Фонда в местната икономика (в т.ч. в български държавен дълг) означава и излагане на риск, свързан с динамиката на бизнес цикъла в страната. На практика инвестирането на пенсионните резерви в собствени ДЦК е силно проциклично, тъй като разпродаването на ДЦК на собственото правителство в периоди на икономически спад или сътресения ще води до спад на цените, което ще се отрази негативно не само върху стойността на активите на Фонда, но и на банките и пенсионните и застрахователните фондове. Независимо от гореописания демографски сценарий, българската икономика може да се окаже в период на икономически спад (може би причинен от външни или вътрешни сътресения) именно по времето, когато ще се наложи да бъде ползван Фондът. По същото време инвеститорският интерес към български активи ще бъде нисък и държавата ще бъде затруднена да покрие разходите по падежиращите ДЦК чрез нова емисия, а самият Фонд би продал на много ниски цени притежаваните от него ДЦК. Именно с цел минимизиране на риска, свързан с бизнес цикъла, добрата практика предполага един национален суверенен фонд (какъвто се

твърди от вносителите, че е българският Фонд)² да инвестира извън местната икономика - инвестира се в икономики, чиито бизнес цикли и специфичните за страната рискове не са свързани с местната икономика (и така проблемите в местната икономика няма да съвпадат по време с проблемите в икономиките, в чиито активи е инвестирано).

2. Рискове, свързани с функционирането на пазара на ДЦК в България

2.1. Отпадането на ограничението за инвестиране на Фонда в български ДЦК ще постави МФ в явен конфликт на интереси. В ролята си на емитент на ДЦК, българската държава има интерес да се стреми към ниски разходи, свързани с държавния дълг (т.е. ниска доходност по емисиите), докато в ролята си на управляваща Фонда държавата има интерес да инвестира в книжа с по-висока доходност. Възможността за значително инвестиране на Фонда в български ДЦК ще повиши цените им, съответно ще понижи доходността по тях - и това ще бъде изгодно за държавата като емитент, но ще бъде в ущърб на бъдещите пенсионери, които разчитат на Фонда.

2.2. Поради особеностите на инфраструктурата на местните пазари на ДЦК (както и на търгуваните на фондовата борса корпоративни книжа - най-вече ниска ликвидност и ограничен брой участници) инвестирането на огромен ресурс от Фонда, при това относително бързо, ще доведе до значителни деформации. Тези деформации ще се изразят в две области: първо, ще има рязко покачване на цените на книгата (на практика, еквивалентно на пазарна манипулация), и второ, ще бъдат изместени останалите участници (които няма да могат да предложат конкурентни котировки на първичния пазар на ДЦК). Бъдещи големи разпродажби на български книжа от страна на Фонда лесно ще предизвикат срив в цените.

2.3. Практически непазарно определената доходност по закупените от Фонда ДЦК на първичния пазар няма да дава реална оценка за текущото състояние на българската икономика и за фискалната позиция на страната. Манипулирането на доходността по новоемитираните ДЦК ще рефлектира и върху цените на вторичния пазар на ДЦК у нас във всички матуриретни сегменти. Инвеститорите ще бъдат отблъснати и няма да инвестират в такъв изключително деформиран пазар, чиито цени се манипулират от държавата.

Поради тези причини, възможността за инвестиране на Фонда в български ДЦК може да предизвика негативна реакция от Европейската централна банка и Европейската комисия. Манипулирането на цените на вторичния пазар директно понижава надеждността на т.нар. „дългосрочен лихвен процент за оценка на степента на конвергенция“ (един от критериите от Маастрихт, по които се оценява готовността на държавите за членство в еврозоната) и това може да предизвика силно отрицателна реакция от европейските институции.

2.4. Ако въобще бъде допуснато средствата на Фонда да бъдат инвестирани в български ДЦК, това следва да става единствено на вторичния пазар и при това - чрез целеви емисии, които да бъдат нетъргуеми и емитирани с доходност, която не се различава от пазарната (за съответните матурирети), по аналогия с практиката в Белгия.

2.5. Законопроектът предвижда инвестиране на средствата на Фонда в банкови депозити в България. Това обаче ще увеличи масата на бюджетните наличности по сметки в банките, което ще изисква съответно увеличаване на размера на блокираните ДЦК, с които банките обезпечават тези средства. Обездвижването на допълнителна част

² Това твърдение в мотивите към законопроекта, позоваващи се на практиката на суверенни фондове в чужбина, е неправилно. Фондът в България има статут на самостоятелно обособена част от централния бюджет, а не разполага с необходимата правна форма и финансово-счетоводна отчетност, които са характерни за чуждестранните суверенни фондове. Подробните аргументи във връзка с тези проблеми са представени в т. 3.1.

от ДЦК в обращение ще повлияе негативно върху ликвидността на вторичната търговия с ДЦК, емитирани на вътрешния пазар.

3. Рискове от неясната правна форма и липса на финансово-счетоводна отчетност

3.1. В мотивите към законопроекта се дават примери с два вида държавни „резервни пенсионни фондове“. Такава аналогия обаче не е правилна, защото българският Фонд не разполага с необходимата правна форма и финансово-счетоводна отчетност, които са характерни за чуждестранните суверенни фондове. Вместо това, Фондът у нас има статут на самостоятелно обособена част от централния бюджет (чл. 1, ал. 3 от ЗДФГУДПС). Този статут на Фонда е изключително неподходящ, предвид осъществяваната от него дейност по инвестиране на значителен финансов ресурс на финансовите пазари. Нещо повече, откриването на нови инвестиционни възможности предполага и по-високи изисквания за отчетност и прозрачност с оглед на постигане на посочената законова цел и осигуряване на оперативна самостоятелност при определяне на инвестиционната стратегия на Фонда.

3.2. Предложенията съдържат съществен пропуск, свързан с необходимостта от изясняване на правната форма и на вариантите за финансово-счетоводна отчетност на Фонда. Активното управление на средствата от Фонда ще бъде компрометирано без съответни промени в статута на Фонда, които са задължителни с цел осигуряване на прозрачност, финансова отчетност, ефективен контрол и оценка на инвестициите, както и независим външен одит. Добър пример в България в това отношение е Българската банка за развитие - дейността ѝ е уредена също в специален закон, който дефинира както правно-организационната ѝ форма, така и изискванията относно капитала и резервите на банката, като същата подлежи на банков надзор от БНБ.

3.3. Инвестиционната дейност има своите отчетливи специфики в сравнение с бюджетния процес. Поради това, обезпечаването на отчетността в контекста на добрите международни принципи и практики изисква прилагане на признатите международни стандарти за финансова отчетност, приложими за целия финансов сектор (в т.ч. за БНБ). В тази посока са и препоръките на т.нар. Общоприети принципи и практики за суверенните фондове, приети през 2008 г.³

3.4. Нарочното определяне на правно-организационната форма на Фонда е необходимо условие, за да бъде осигурен и ефективен финансов надзор над него, по аналогия с останалите финансови институции. Във връзка с това предлагаме да се прецизира законово ролята на Сметната палата, на Агенцията за държавна финансова инспекция и на Комисията за финансов надзор.

3.5. С оглед прецизиране на иницирираните изменения в разпоредбата на чл.16 от закона, е необходимо да се предвиди законово задължение за публикуване на методологията, използвана при избора на управители на инвестиционни портфейли по смисъла на чл. 16, ал. 3. Това е от съществено значение при отстояването на принципа на прозрачност, доколкото конкретната селекция на управители на инвестиционни портфейли е обуславящ фактор по отношение на реализираната доходност.

³ Още известни като „Принципи от Сантяго“; вж: <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>

4. Други рискове, свързани с инвестиционната дейност на Фонда

4.1. Необосновано и рисковано е предложеното неравнопоставено третиране на активите, в които може да инвестира Фондът - докато за всички активи се изисква инвестиционен рейтинг, това няма да бъде задължително за ДЦК на българското правителство (въпреки предвидената възможност за инвестиране в тях на 70% от активите на Фонда). Това означава, че дори при загуба на инвестиционния кредитен рейтинг на България се запазва възможността за влягане на средствата на Фонда в български ДЦК.

4.2 С предлагания законопроект дефиницията на „кредитен рейтинг“ се разширява значително, което представлява отстъпление от консервативните принципи за инвестиране. Вместо сегашното изискване за наличие на рейтинги от „международно признати агенции за кредитна оценка“, със съответната тясна дефиниция на която отговарят четири агенции, законопроектът допуска рейтинговане от всички агенции за кредитен рейтинг, регистрирани или сертифицирани съгласно Регламент 1060/2009⁴. Това би създавало предпоставки да бъдат подбирани предимно онези агенции, които са присъдили по-висок рейтинг на даден актив. Такъв регулаторен „арбитраж“ подкопава принципа за надеждност при инвестирането на средствата, акумулирани във Фонда.

4.3. Законопроектът предлага запазване на сега съществуващото ограничение за кредитните рейтинги - да бъдат „от инвестиционен клас“ - което обаче доказва своите недостатъци по време на световната финансова криза. Така например, ако инвестициите са извършени в ценни книжа с рейтинг, намиращ се на дъното на позволените инвестиционни категории, има опасност от принудителни бързи разпродажби в случай на понижение на въпросния кредитен рейтинг към неинвестиционен клас.

Работеща практика в това отношение, която съчетава принципите на гъвкавост и сигурност е подходът, възприет в Закона за БНБ при управлението на международните валутни резерви на България. Смесът е да не се допуска всеки рейтинг от инвестиционен клас, а рейтингът да бъде „с една от двете най-високи оценки на две международно признати агенции за кредитен рейтинг“. Изхождайки от принципите на инвестиране на Фонда, посочени в чл. 12 от ЗДФГУПС, и предвид декларираното отстояване на тези принципи в мотивите към закона за изменение и допълнение на ЗДФГУПС, е необходимо съответно изменение на предложените разпоредби, които да намират баланс между заложения риск и надеждността при инвестиране. Допустимо е разширяване с изискване за рейтинг „с една от трите“ най-високи оценки, което би съответствало на духа на закона.

4.4. Законопроектът пропуска да отстрани един важен недостатък на сегашната нормативна уредба - все още липсва достатъчно ясно дефиниране, със съответните количествени ограничители, на опцията за инвестиране в деривативни финансови инструменти. Опитът от световната финансова криза категорично налага необходимостта от въвеждане на строги правила по отношение на позволените инвестиции в деривативни инструменти, за да се избегне прекалено високо ниво на ливъридж.

5. Рискове, свързани с липсата на финансови обосновки от страна на вносителя на законопроекта

5.1. Изразяваме несъгласие с твърдението в доклада и мотивите към законопроекта, че той няма да доведе до пряко или косвено въздействие върху държавния бюджет. Изложените от нас по-горе рискове в значителна степен ще засегнат

⁴ Към 06.01.2012 г. има 29 такива агенции; вж. <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

общата макроикономическа динамика в страната и конкретно ликвидната позиция на правителството. Това предполага сериозни финансови последици, които изискват съответни оценки и обосновка.

5.2. Ето защо, мотивите към законопроекта не отговарят на нормативно установените изисквания за представяне на финансови разчети, както следва:

- Съгласно чл. 35 от Устройствения правилник на Министерския съвет и на неговата администрация, въпросите за разглеждане от Министерския съвет се внасят с придружително писмо и *„финансова обосновка съгласно приложение № 1, одобрена от министъра на финансите - за актове, които оказват пряко и/или косвено въздействие върху държавния бюджет”*.
- Съгласно чл. 66 от Правилника за организацията и дейността на Народното събрание, мотивите на вносителя трябва да дават и *„становище по очакваните последици, включително и финансови, от прилагането на законопроекта”*.

II. ЛИПСА НА РАЗПОРЕДБИ ЗА ИЗПОЛЗВАНЕ НА СРЕДСТВАТА ПРИ ИЗВЪНРЕДНИ ОБСТОЯТЕЛСТВА

1. Законопроектът пропуска да предложи вариант за използване на акумулираните средства от Фонда при извънредни обстоятелства (напр. изключителен икономически спад, природни бедствия или война). Подобни нормативни предписания са задължителни и са добре дефинирани в добрите чуждестранни практики.

2. Една такава разпоредба за извънредно използване на акумулираните средства следва също така да ограничава насочването на ресурса единствено към НОИ, за да бъде запазено предназначението на Фонда и да бъде отстранена възможността от използването му за финансиране на общите разходи в консолидирания държавен бюджет.

3. Съответно, трябва да бъде предвидена и необходимостта (заедно с конкретен механизъм) за последващо възстановяване към Фонда на средствата, които са били използвани по време на извънредните обстоятелства.

III. ДРУГИ КОНКРЕТНИ БЕЛЕЖКИ ПО ПРОЕКТА

Въпреки нашето принципно становище, че настоящият законопроект трябва да бъде оттеглен от вносителя, поради съществените рискове за макроикономическата и финансовата стабилност в България, ако предложенията станат законопроект на Министерския съвет БНБ предлага да бъде обърнато внимание и на следните конкретни проблеми в текста:

1. По § 4, т. 5:

В предложението за нова т. 9 е необходимо думите „банки със седалище в Република България” да се заменят с „банки по чл. 2, ал. 5 от Закона за кредитните институции”. Принципът на единния лиценз в ЕС позволява на банки, лицензирани в други държави-членки, да извършват дейност на територията на България и да предоставят услуги директно или чрез клон, равнопоставено с българските банки, като не следва да има неравно третиране по признак „седалище” на банките в ЕС. Противното би било в нарушение на разпоредбите относно свободата на установяване и свободното предоставяне на услуги от банки, получили разрешение и обект на надзор от компетентните власти на държава-членка, съгласно Директива 2006/48/ЕО относно предприемането и осъществяването на дейност от кредитните институции.

2. По § 8, т. 5:

Аналогична на тази по § 4, т. 5 промяна следва да се направи и в § 8, т. 5 от проекта, с който се създава нова ал. 11 на чл. 14.

3. По § 4, т. 2:

Относно предложението за изменение в чл. 5, т. 5 от закона, касаещ правомощията на УС на Фонда да одобрява критериите, на които да отговаря банката-депозитар на инвестиционен портфейл, прави впечатление, че се заличават думите „депозитарни институции“, като се въвежда терминът „банка-депозитар“. Съгласно дефиницията на „депозитарна институция“ в § 1, т. 26 от Закона за пазарите на финансовите инструменти (ЗПФИ) това понятие включва както банка, така и лице, което осъществява дейност по регистриране на финансови инструменти и по прехвърляния на такива инструменти чрез откриване и водене на сметки на техните емитенти и/или притежатели. В този смисъл, действащото законодателство дава равностойна възможност депозитар на инвестиционен портфейл да бъдат не само банки, но и инвестиционни посредници по силата на предоставения им лиценз. Съгласно чл. 5, ал. 3 от ЗПФИ инвестиционните посредници могат да предоставят допълнителни услуги, като съхраняване и администриране на финансови инструменти за сметка на клиенти, включително попечителска дейност (държане на финансови инструменти и на пари на клиенти в депозитарна институция) и свързаните с нея услуги като управление на постъпилите парични средства/предоставените обезпечения.

4. Други:

С оглед разпоредбата на чл. 16 в глава пета „Договори за управление на инвестиционни портфейли“ следва да се дефинира „финансова институция“ по смисъла на закона, като се прецизира дали се включва банка по чл. 2, ал. 5 от Закона за кредитните институции (ЗКИ), инвестиционен посредник и др. Понятието „финансова институция“ е уредено и дефинирано в чл. 3 и 3а от ЗКИ като лице, различно от кредитна институция, чиято основна дейност е извършване на една или повече от дейностите: по чл. 2, ал. 2, т. 1, 2, 6-13 от ЗКИ, както и придобиване на участия в кредитна институция или в друга финансова институция; отпускане на заеми със средства, които не са набрани чрез публично привличане на влогове или други възстановими средства. Вероятно в чл. 16 от законопроекта е вложен по-тесен смисъл в сравнение с дефиницията по чл. 3 от ЗКИ.