St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo
Faculty of Economics

ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И ВЪЗМОЖНОСТИ ПРЕД ДОПЪЛНИТЕЛНОТО ЗАДЪЛЖИТЕЛНО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ С ВЪВЕЖДАНЕ НА МУЛТИФОНДОВАТА СИСТЕМА В БЪЛГАРИЯ

CHALLENGES AND OPPORTUNITES BEFORE SUPPLEMENTARY MANDATORY PENSION INSURANCE WITH THE INTRODUCTION OF THE MULTI-FUND SYSTEM IN BULGARIA

Йорданка Христова
Yordanka Hristova

Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“
St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo

Abstract: This report analyzes the transformation of the second pillar of the pension system in Bulgaria through the introduction of the multi-fund structure. The study focuses on the life cycle “investment paths” model as a tool to address demographic challenges. It is proven that a smooth, three-stage transition between sub-funds is key to the sustainability of the model. Supplementary pension insurance is a complementary element of the multi-pillar insurance model in Bulgaria. Its main function is to supplement the pension income and to ensure maximum and reliable security of the insured upon reaching retirement age. This is done mainly by coverage of the main risks of insurance protection. The pension system in Bulgaria faces a number of challenges in terms of its adequacy and adaptability to the ever-changing conditions of the economic environment and the dynamic demographic changes that have drawn negative trends in recent years.
Keywords: pension fund; pension insurance companies; investment; inflation; multi-fund system.
JEL: I31

ВЪВЕДЕНИЕ

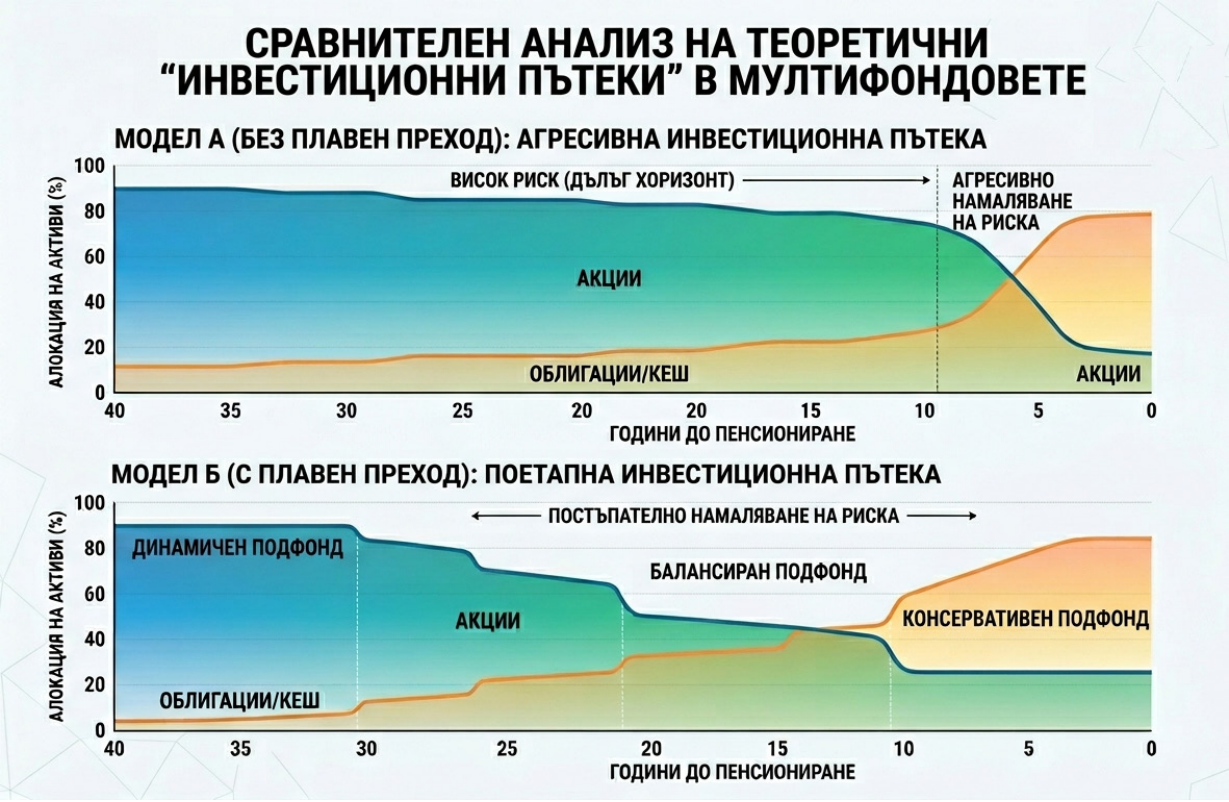
Пенсионната система на България се намира в критична точка на своята еволюция. Дългогодишният модел на „универсален портфейл“ в универсалните пенсионни фондове (УПФ) отстъпва място на много по-сложна структура: мултифондовете. Въвеждането на тази концепция, регламентирана в законодателните промени от 2026 г.[1], представлява фундаментален обрат в логиката на капиталовото осигуряване. Преминавайки към модел, базиран на жизнения цикъл (*lifecycle investing*), пенсионният сектор адресира два основни проблема: ниския коефициент на заместване на дохода и пасивността на осигурените лица.

ИЗЛОЖЕНИЕ

Целта на настоящия доклад е да изследва как сегментирането на активите в трите подфонда – Динамичен, Балансиран и Консервативен – променя профила на риска и очакваната доходност. Хипотезата е, че ефективността на мултифондовете зависи в по-голяма степен от активното ангажиране на лицата, отколкото от самото пазарно представяне.

[1] **Кодекс за социално осигуряване (КСО)** – Изменения от март 2026 г. относно регламентацията на мултифондовете.

Системата на мултифондовете се базира на концепцията, че инвестиционният риск трябва да е обратнопропорционален на възрастта. Младите осигурени лица имат дълъг инвестиционен хоризонт и могат да поемат по-висока пазарна волатилност срещу потенциал за по-висока дългосрочна доходност[2]. Ключовият въпрос в теоретичен план е как се осъществява този преход във времето чрез т.нар. „инвестиционни пътеки“ (*default glide paths*).



Фигура 1. Сравнителен анализ на теоретични „инвестиционни пътеки“ в мултифондовете: Модел А (без плавен преход) срещу модел Б (с плавен преход)

Фигура 1. илюстрира сравнителен анализ на два основни подхода за управление на жизнения цикъл, както е показано в Модел А (Без плавен преход) предполага рязък и масивен преход от висок към нисък риск непосредствено преди пенсиониране. Този подход обаче носи значителен риск от секвениране на възвръщаемостта (sequence of returns risk) – ако пазарен срив настъпи в момента на прехода, това може да обезцени натрупания капитал.

За разлика от него, българският модел (Фигура 1., Модел Б) е базиран на постепенно и поетапно намаляване на риска (експозицията в акции) чрез трите последователни етапа: Динамичен, Балансиран и Консервативен подфонд. Този плавен механизъм позволява по-ефективна защита на натрупания капитал от пазарни цикли, без да жертва потенциала за растеж в дългосрочен план. Сравнителният анализ с Естония и Полша[3] доказва, че този плавен механизъм е критичен фактор за устойчивостта на модела.

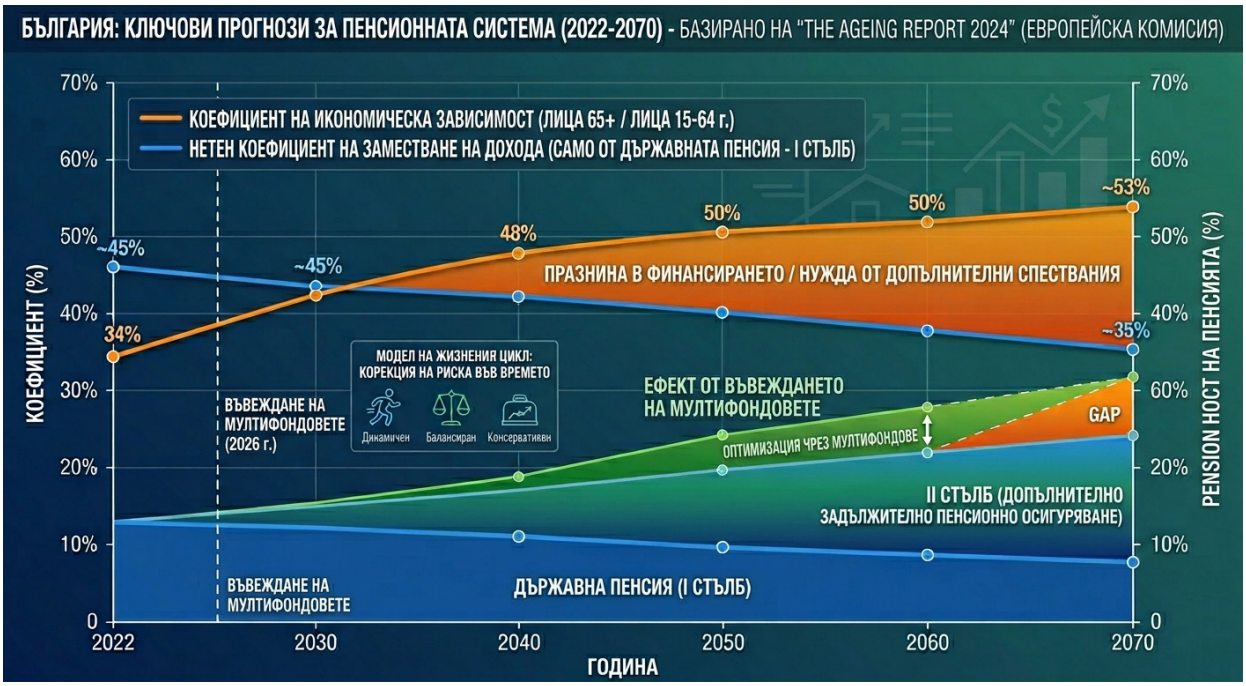
АНАЛИЗ НА ТЕКУЩОТО СЪСТОЯНИЕ И ДЕМОГРАФСКИ ПРОГНОЗИ

Интегрирането на мултифондовата структура е директен отговор на предизвикателствата, очертани в **The Ageing Report 2024** на Европейската комисия[4]. Докладът посочва, че България е една от най-бързо застаряващите нации в ЕС.

[2] **Христова, М.** (2025). „Модели на жизнения цикъл (Life-cycle investing) в капиталовото пенсионно осигуряване“. Списание Икономическа мисъл.

[3] **OECD (2025).** Pensions at a Glance 2025: OECD and G20 Indicators.

[4] **European Commission (2024)**. The 2024 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the



Фигура 2. България: Ключови прогнози (2022 – 2070) – базирано на "HE AGEING REPORT 2024" (Европейска комисия)

Фигура 2. илюстрира „ножицата" между нарастващия коефициент на икономическа зависимост, който ще надхвърли 53% до 2070 г. (оранжевата линия), и намаляващата способност на публичната система да осигури адекватен доход само от I стълб (синята линия). Пространството между тях дефинира „празнината в финансирането" за бъдещите пенсионери. Мултифондовата оптимизация е механизъм, чрез който II стълб (зеленият сегмент) може да генерира „догонваща доходност", която е нечувствителна към демографските промени в I стълб, превръщайки капиталовите спестявания в по-значим източник на доход.

НОВАТА МУЛТИФОНДОВА РАМКА В БЪЛГАРИЯ (2026 – 2027)

Целта на мултифондовата система е да се даде възможност осигурените лица да избират как да бъдат управлявани техните пенсионни спестявания. Предвижда се създаване на подфондове с различен инвестиционен профил, между които може да избират осигурените лица. Прието е законът да влезе в сила от 1 януари 2027 г.

Промените засягат инвестирането на осигурителните вноски, постъпващи в универсални пенсионни фондове. В момента всяко пенсионно дружество по закон може да управлява един УПФ. Фондът е портфейл от ценни книжа основно акции и облигации. През последните 3–4 години пенсионните дружества поддържат 31-34% в акции. Предложението е към всеки УПф да се обособят три подфонда (портфейла) – „динамичен" (агресивен), балансиран и консервативен. Те ще се различават по горната граница на дела на акциите в портфейла: до 90% в агресивния, до 55% – в балансирания' и до 25% в консервативния. Законодателството в момента допуска до 55% от средствата на УПф да бъдат инвестирани в акции и други динамични активи, но пенсионните дружества не го правят. Те се инвестират на финансовите пазари и носят инвестиционен риск (сумата може да нарасне, но може и да намалее в резултат на загуби). Носят и инфлационен риск – доходността за определен период може да е по-ниска от инфлацията и така вноските дагубят от покупателната си способност. Такъв е случаят у нас в периода 2002 – 2024 г., когато средногодишната доходност след отчитане на инфлацията е отрицателна минус 2,3% средно за всяка от 22-те години.

EU Member States (2022 – 2070).

Съгласно новите изисквания на КФН[5], активите ще бъдат управлявани в три профила:

1. **Динамичен:** До 90% в акции. Целева група: лица до 50 г. Цел: Максимизиране на сложната лихва.
2. **Балансиран:** До 55% в рискови активи. Целева група: 50–62 г. Цел: Баланс между растеж и сигурност.
3. **Консервативен:** До 25% в акции. Целева група: над 62 г. Цел: Защита на натрупания капитал преди фазата на изплащане.

За оценка на ефекта от предложените промени в КСО за въвеждане на мултифондовете е разработен модел, който изследва изменението на коефициента на заместване от УПФ при промяна на инвестиционния профил съгласно жизнения цикъл на осигурените лица. Коефициентът на заместване показва каква част от последната заплата ще бъде заменена от отпуснатата пенсия. Увеличаването на средствата по партидата при равни други условия води до нарастване на размера на пенсията и съответно и коефициента на заместване.

При въвеждане на мултифондов модел се очаква доходността да се повиши съществено, което от своя страна ще доведе и до повишаване на коефициента на заместване с 8,99 пр.п. (от 12,25% на 21,24%). Резултатите могат да бъдат обобщени по следния начин:

Действащ модел		
Възраст	**Подфонд**	**Доходност**
от 20 г. до 65 г.	Балансиран	2.04%
Коефициент на заместване		12.25%

Забележка: По данни на Комисията за финансов надзор

След въвеждане на мултифондов модел		
Възраст	**Профил**	**Доходност**
от 20 г. до 49 г.	Динамичен	5.60%
от 50 г. до 62 г.	Балансиран	3.46%
от 63 г. до 65 г.	Консервативен	1.98%
Коефициент на заместване		21.24%

Забележка: По данни на Комисията за финансов надзор

[5] **Комисия за финансов надзор (КФН)**. Наредба № 61 за изискванията към инвестиционните политики на подфондовете в мултифондовата структура, 2025.



Източник: www.fsc.bg/Всичко, което трябва да знаете за мултифондовия модел (Въпроси и отговори) – Комисия за финансов надзор

Видно от графиката, в резултат от въвеждане на мултифондовия модел средствата по партидата (в оранжево) нарастват значително и надвишават средствата при действащия режим (в синьо).

По аналогичен начин може да се очаква и подобряване на доходността на ДПФ, в зависимост от създадените подфондове и тяхната инвестиционна политика. Защо лицата се разпределят автоматично в различни подфондове, а не в балансиран или консервативен и после по тяхно желание в по-рискови такива?

Задължителното разпределяне в консервативен подфонд би довело до негативни последствия за осигурените лица. Осигуряването в УПФ е за дълъг период – до навършване на пенсионна възраст, т.е. в общия случай средствата по партидата на лицето могат да се ползват само след неговото пенсиониране. Дългият период на инвестиране позволява поемането на по-високо ниво на инвестиционен риск и реализирането на по-висока доходност в дългосрочен план. Тъй като основната част от новоосигурените лица започват участието си в УПФ чрез служебно разпределение, разпределението в консервативен подфонд (с очаквани най-малък риск и най-ниска доходност) би ощетило значително младите хора. По този начин лицата ще бъдат лишени от възможността по партидите им да бъде натрупана по-голяма по размер доходност, и оттам – до по-ниски пенсии в бъдеще.

Макар и в по-малка степен, казаното се отнася и за участието в балансиран подфонд по подразбиране. Така например, при проучване на опита на Хърватия се установи, че при въвеждане на мултифондова система, лицата са били задължително разпределяни в балансиран подфонд. Впоследствие Хърватия предприе промени в пенсионното си законодателство и понастоящем лицата се разпределят съобразно възрастта им.

Ефектът от членството през цялата фаза на натрупване в консервативен подфонд (който въпреки най-ниската такса, реализира и най-ниската доходност и съответно най-ниския коефициент на заместване) се илюстрира от примера по-долу:

Таблица 4. Доходност в консервативен подфонд на база възрастови групи

Възрастови групи	Подфонд	Годишна доходност	Месечна доходност	Заплата в евро	Ръст на заплата – годишно
От 20 до 49	Консервативен	1,98%	0,164%	1022,58	3,00%
От 50 до 62	Консервативен	1,98%	0,164%		2,50%
От 63 до 65	Консервативен	1,98%	0,164%		2,50%
Коефициент на заместване		13,69%			
Прогнозна месечна пенсия в евро		492,14			
Последна месечна заплата в евро		3595			

Източник: www.fsc.bg/Всичко, което трябва да знаете за мултифондовия модел (Въпроси и отговори) – Комисия за финансов надзор

Бележка: Допуска се, че лице стартира осигуряването си на 20 г., без прекъсвания в осигуряването, с оглед размера на събираните такси и удръжки съгл. законопроекта към 2036 г.

Ефектът от участието през по-голямата част от фаза на натрупване в динамичен фонд (който въпреки по-високата такса, реализира и по-висока доходност и съответно по-висок коефициент на заместване) се илюстрира от примера по-долу:

Таблица 5. Доходност в динамичен, балансиран, консервативен подфонд на база възрастови групи

Възрастови групи	Подфонд	Годишна доходност	Месечна доходност	Заплата в евро	Ръст на заплата – годишно
От 20 до 49	Динамичен	5,60%	0,455%	1022,58	3,00%
От 50 до 62	Балансиран	3,46%	0,284%		2,50%
От 63 до 65	Консервативен	1,98%	0,164%		2,50%
Коефициент на заместване		21,24%			
Прогнозна месечна пенсия в евро		763,45			
Последна месечна заплата в евро		3595			

Източник: www.fsc.bg/Всичко, което трябва да знаете за мултифондовия модел (Въпроси и отговори) – Комисия за финансов надзор[6]

Бележка: Допуска се, че лице стартира осигуряването си на 20 г., без прекъсвания в осигуряването, с оглед размера на събираните такси и удръжки съгл. законопроекта към 2036 г.

В разглежданите модели е приета начална заплата, базирана на осигурителен доход в размер на 2 хил. лв. (1022.58 евро) – средна работна заплата за 2023 г. по данни на НСИ. Ръстът на възнаграждението е заложен на годишна база от 3% до навършване на 49-годишна възраст, а за периода от 49 до 65 години – 2,5% годишно. Доходността, използвана в модела, е определена на база реално постигнатата доходност по отделни финансови инструменти за предходния десетгодишен период при консервативни допускания.

[6] **Комисия за финансов надзор**. Всичко, което трябва да знаете за мултифондовия модел (Въпроси и отговори)[онлайн].2026. [Прегледан на 26 април 2026]. Достъпен на:www. Всичко, което трябва да знаете за мултифондовия модел (Въпроси и отговори) – Комисия за финансов надзор

ПРЕДИМСТВА, РИСКОВЕ, ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА

Въвеждането на модела носи значителни ползи, но и системни рискове:

• **Предимства:** Персонализация на риска, автоматизирано намаляване на пазарната експозиция с възрастта и потенциал за по-висока финална пенсия чрез сложната лихва.

• **Рискове:** Основният риск е „когнитивният товар“ върху осигурените лица. Ако те не направят информиран избор, се разпределят служебно, което може да ги постави в неподходящ подфонд.

• **Предизвикателства:** Информационната асиметрия налага нуждата от мащабни образователни кампании от страна на регулатора (КФН) и пенсионноосигурителните дружества.

С промените в КСО ще бъдат завишени изискванията към пенсионните дружества, които управляват пенсионните фондове и ще бъдат намалени събираните от тях такси и удръжки. В бъдеще те ще бъдат обвързани с постигнатата от дружествата доходност в капиталовите пенсионни фондове, която увеличава обема на партидите на осигурените лица. Предлага се плавно въвеждане на двукомпонентна такса, формирана от фиксирана част – процент върху управляваните активи, и променлива част, представляваща процент от постигнатия доход при инвестиране. Сред промените е и стъпаловидно годишно намаляване на удръжката от всяка осигурителна вноска, в рамките на 10-годишен период. Ще бъдат детайлизирани инвестиционните ограничения в контекста на новите инвестиционни възможности и въвеждането на мултифондов модел, ще бъдат завишени изискванията за кадрова обезпеченост на пенсионноосигурителните дружества във връзка с инвестиционната дейност.

При изготвянето на промените в КСО за въвеждане на мултифондов модел е обследвана нормативната уредба и добрите практики на държави от Централна и Източна Европа със сходни пенсионни системи – Естония, Латвия, Литва, Словакия, Хърватия, Полша и Румъния, които са го въвели успешно. Публично достъпните отчетни данни за тези държави показват повишаване на инвестиционните резултати на пенсионните фондове чрез въвеждане на портфейли с различен инвестиционен и рисков профил въз основа на жизнения цикъл на осигурените лица, посочват от МФ.

В момента УПф събират две такси: еднократна такса от всяка вноска в размер на 3,75% и ежегодна инвестиционна такса от 0,75% върху натрупаните средства в партидата. Предлагат се три такси. **Първо,** запазва се таксата върху всяка вноска, като тя постепенно намалява до 2,1% през 2036 г. **Второ,** запазва се ежегодната инвестиционна такса, която да намалява от 0,65% през 2027 г. до 0,38% за агресивен или 0,2% за балансиран и консервативен подфонд през 2036 г. **Трето,** въвежда се ежегодна такса върху дохода от инвестираните средства за агресивен и балансиран фонд, която да достигне до 6% и 3,25% съответно до 2036 г. Безспорно е, че намаляване на таксите води до увеличаване на доходността за осигурените. Такава такса обикновено компенсира дружеството за разходи по маркетинг и продажби. Нашите дружества нямат такива разходи: осигуряването е задължително, новите клиенти се разпределят служебно в преобладаващата си част, а вноските се събират и превеждат административно.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мултифондовете са инструмент с огромен потенциал за повишаване на благосъстоянието на българските пенсионери. Те превръщат осигуреното лице от пасивен участник в активен инвеститор. Успехът на реформата от 2026 г. ще бъде мерило за зрелостта на българското общество по отношение на дългосрочното финансово планиране. Плавният преход между трите подфонда и устойчивостта на модела ще бъде тествана от реалните пазарни резултати през следващото десетилетие.

REFERENCES

Social Security Code (SSC) (2026). Amendments of March 2026 regarding the regulation of multi-funds. *State Gazette*. [In Bulgarian: Кодекс за социално осигуряване (КСО)].

European Commission (2024). The 2024 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070). *European Economy Institutional Papers*. Brussels: European Union.

Financial Supervision Commission (FSC) (2025). Ordinance No. 61 on the requirements for the investment policies of sub-funds in the multi-fund structure. [In Bulgarian: Наредба № 61 за изискванията към инвестиционните политики на подфондовете в мултифондовата структура].

Hristova, M. (2025). Life-cycle investing models in capital pension insurance. *Economic Thought Journal* (*Spisanie Ikonomicheska Misal*). [In Bulgarian].

OECD (2025). *Pensions at a Glance 2025: OECD and G20 Indicators*. Paris: OECD Publishing.

Financial Supervision Commission (FSC) (2026). *Everything you need to know about the multi-fund model (Questions and Answers)* [online]. [Accessed 26 April 2026]. Available from: https://www.fsc.bg/vssichko-koeto-tryabva-da-znaete-za-multifondoviya-model

За контакти:
Йорданка Христова, доктор
Служебен адрес: гр. Велико Търново 5000, ул. „Марно поле“ 9Д
ПОК „Доверие“ АД
Ел. поща: j_kucarova@abv.bg