



СТ А Н О В И Щ Е

От: *доц. д-р Христина Вилхелм Благойчева*

Икономически университет - Варна

Научна специалност: 05.02.05. "Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (Социално осигуряване и подпомагане)"

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ в УНСС.

Автор на дисертационния труд: *Таня Георгиева Павлова*

Тема на дисертационния труд: *Инвестиционна политика и декомпозиране на портфейлното представяне на български пенсионни фондове с дефинирани вноски*

Основание за представяне на становището: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 3669/20.12.2024 г. на Ректора на УНСС.

1. Информация за дисертанта

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към катедра „Финанси“ на УНСС по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (Финанси на социалното осигуряване)“, съгласно Заповед на Ректора на УНСС № 496/17.03.2016 г. Обучението е осъществено първоначално в редовна, а в последствие е трансформирано в задочна, субсидирана от държавата форма през периода 22.02.2016 г. - 22.02. 2023 г.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд е разработен в обем от 327 страници. Състои се от увод, три глави, заключение и използвана литература. Допълнително са включени 36 страници с приложения – данни и авторски изчисления.

В структурно отношение разработката създава предпоставки за постигане на поставените цел и задачи на научното изследване. Обектът и предметът на изследването са формулирани ясно и конкретно. Защищаваната теза точно отразява съдържанието и основните приноси моменти в дисертационния труд. Коректно са посочени ограниченията на изследването.

Представеният дисертационен труд представлява изследване по възможностите за подобряване на управлението и дизайна на инвестиционния процес на универсалните пенсионни фондове в България. Темата е особено актуална в няколко насоки. От една страна влошената демографска структура и все още ниските средни

доходи в страната затрудняват стабилността, както на публичната, така и на частната пенсионна система. По данни на КФН, към 31.09.2024 г. осигурените в българските универсални пенсионни фондове са 4 066 474 човека, а средният размер на натрупаните средства на едно осигурено лице са 5 542,21 лв. Очевидно е, че пред фондовете стои сериозна отговорност и засилване на вниманието към бъдеща инвестиционна дейност, за да могат да отговорят на целта, за която са създадени. От друга страна е неблагоприятното въздействие, което финансовата криза, ковид пандемията и сътресенията на капиталовите пазари в следствие на войната в Украйна, оказаха върху активите на частните пенсионни фондове. На трето място – вече дойде моментът, в който универсалните пенсионни фондове започнаха да изплащат пенсии на осигурените в тях лица. И в голяма степен тези плащания не са в адекватен размер. И на четвърто място, въпреки, че съществуват изследвания в тази област, мисля, че такова обстойно изследване на портфейлното представяне на универсалните пенсионни фондове, като институционални инвеститори, се прави за пръв път в България.

В тази насока направените в дисертационния труд изследвания са от голяма важност, тъй като наблягат върху търсене на нови възможности за достигане на максимална инвестиционна активност и коректно преценена доходност, за да се задоволят в най-голяма степен очакванията за адекватни бъдещи пенсионни плащания. Акцентът е насочен към конструиране на подходящи бенчмарк портфейли от представителни пазарни индекси (проиграни на примера на два български универсални фонда), чрез които могат да се контролират промените в портфейлната структура на универсалните пенсионни фондове. В допълнение, съобразяването с жизнения цикъл, може да доведе до оптимално заместване на доходите във фазата на изплащане на пенсиите.

В тази връзка е и поставената цел на изследването – да извърши обективен анализ на важни аспекти от инвестиционната политика и практики на български задължителни пенсионни фондове с дефинирани вноски и да изведе препоръки за подобряване на инвестиционния дизайн на универсалните пенсионни фондове в България и инструментариума за мониторинг на инвестиционния процес и оценяване на целесъобразността на взетите от мениджърите инвестиционни решения. Формулирани са и 11 задачи, които позволяват на докторантката да постигне поставената цел.

Списъкът на използваната литература обхваща 195 източника, от които 22 на български език в т.ч. 4 нормативни акта, а останалите са на английски език. Източниците са разнообразни, което показва, че докторант Павлова познава много добре литературата, научните достижения и нормативната уредба в тази област.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Дисертационният труд се характеризира с оригиналност на изследването, засягащо важни проблеми на инвестиционната политика и декомпозиране на портфейлното представяне на българските УПФ. Извеждат се и адекватни предложения за оценка на инвестиционната активност и модернизация на дизайна на инструментите за управление и мониторинг на инвестиционните им портфейли. От тази гледна точка представената разработка обогатява съществуващите научни знания по проблематиката и дава ценни идеи за допълнителна изследователска работа.

Построяването на изложението отговаря на основните качествени изисквания за

неговото оценяване: оригиналност на изследването, висока степен на проникване в дълбочината и същността на проблема, методическа издръжаност и стилово умение на автора за постигане на целта на изследването.

Достатъчно ясно и аргументирано докторантът е успял да постигне основната си изследователска цел и да реши поставените задачи. На тази база доказва и основната си изследователска теза.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

Съдържащите се в дисертационния труд научни и научно-приложни приноси се изразяват в обогатяване, разширяване и допълване на съществуващите научни знания по изследвания проблем, както и реални практически предложения. Към тях могат да бъдат отнесени:

- Осъществено е сериозно проучване и систематизиране на инвестиционни практики и политики на пенсионните фондове с дефинирани вноски, на различни теоретични модели, стандарти и емпирични изследвания за оценка и декомпозиране на портфейлните им резултати;

- На фона на проучените професионални стандарти и практики при избора на бенчмарк, спрямо който да се измерват и оценяват инвестиционните резултати, е аргументирана необходимостта от възприемането на специално конструирани референтни/ бенчмарк пасивни пазарни индексни портфейли с подходяща структура и рисково-доходни характеристики, с цел мониторинг и оценка на ефективността на портфейлния мениджмънт на пенсионните фондове в България;

- Конструирани са бенчмарк портфейли от представителни пазарни индекси за двата най-големи универсални пенсионни фонда в България за периода 2013-2023 г.. За осъществяване на мониторинг върху промените в портфейлната структура е приложен, базиран на доходността, Return-based style analysis при определянето на фиксираните бенчмарк тегла на отделните пазарни индекси за три подпериода;

- Като естествен резултат е утвърдена целесъобразността от прилагане на модела за декомпозиране на портфейлното представяне на Brinson (във варианта на Brinson-Fachler при изчисляването на активната доходност от тактическа алокация) върху портфейлите на двата най-големи универсални пенсионни фондове в България през периода 2013-2023 г.

Обективната оценка на приносите, формулирани от докторанта е, че те са защитими и добре аргументирани.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Докторант Павлова посочва 6 научни публикации, свързани с тематиката на дисертационния труд – една статия и пет доклада. Прави впечатление, че 4 от публикациите са на английски език, което означава, че те са достъпни не само за българска аудитория. Публикациите отразяват научния потенциал на авторката и популяризират научните идеи, върху които тя работи.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът (в обем от 52 страници) отразява адекватно структурата, съдържанието и основните моменти в дисертационния труд. Приносите са коректно определени и обстойно представени. Личи интересът и ангажираността на докторантката към подобряване на дейността и доходността на частните пенсионни фондове в България.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Тематиката на разработеният дисертационен труд безспорно ще представлява интерес за широката научна общност и за самите пенсионноосигурителни компании. Затова препоръчвам на докторанта да представи резултатите от изследователската си работа и в специализирани научни издания в страната и чужбина.

8. Заключение

Представеният дисертационен труд, по отношение на своята структура, обем, актуалност и получени научни резултати, има висока научна стойност и практическо значение за усъвършенстване на управлението на портфейлното представяне на българските универсални пенсионни фондове. Като цяло той напълно отговаря на изискванията на ЗРАСРБ за присъждане на образователната и научна степен „доктор”. Изцяло положителната ми оценка е основание да изразя и своя положителен вот за присъждане на образователната и научна степен „доктор” на Таня Георгиева Павлова.

06.02.2025 г.

гр. Варна

Подпис:

(доц. д-р Христина Благойчева)