

# ПРИНЦИПЪТ НА РАЗУМНИЯ ИНВЕСТИТОР В ЗАСТРАХОВАТЕЛНОТО ЗАКОНОДАТЕЛСТВО

*Доц. д-р Стоян Киров  
Икономически университет – Варна*

## THE PRUDENT PERSON PRINCIPLE IN INSURANCE LAW

*Assoc. Prof. Stoyan Kirov, PhD  
University of Economics – Varna*

**Резюме:** Принципът на разумния инвеститор е въведен като задължителен за европейските застрахователни компании по силата на Директива 2009/138/ЕО (Платежоспособност II). Той изисква инвестициите на застрахователите да се управляват съобразно поетия риск, като поставя акцент върху представянето на съвкупния портфейл, а не върху индивидуалния риск на неговите компоненти. Независимо че съвременната портфейлна теория приема принципа за по-надежден в сравнение с количествените регулации, все още няма неоспорими доказателства в това отношение. Тъй като разумното инвестиране силно зависи от професионалните качества и морала на застрахователите, в съдържателен аспект принципът извежда на преден план високата квалификация и големия опит на инвестиционните мениджъри. В допълнение на това той засилва ролята на надзорните органи и съдебната система в процеса по формиране на инвестиционно мислене в полза на клиентите. Чрез санкционните механизми, които има държавата, се направлява предпазливото поведение на застрахователите, като същевременно не трябва да се ограничават иновативните практики. В този контекст разработката има за цел да дефинира принципа на разумния инвеститор от нормативна гледна точка, след което да го постави в условията на пазарните реалности. Емпиричните изследвания показват, че той води до увеличаване на рисковите активи в портфейлите на институционалните инвеститори, но това не е свързано с увеличаване на съвкупния риск. Очевидно принципът не възпрепятства добрата диверсификация на инвестициите и не застрашава интересите на потребителите.

**Ключови думи:** застрахователен бизнес, фидуциарна отговорност, принцип на разумния инвеститор, инвестиционен мениджмънт

**Abstract:** The prudent-person principle has been introduced as mandatory for European insurance companies under Directive 2009/138/EC (Solvency II). It requires insurers' investments to be managed in accordance with the underwriting risk, emphasizing the performance of the aggregate portfolio rather

than the individual risk of its components. Although modern portfolio theory accepts the principle as more reliable than quantitative regulations, there is still no indisputable evidence in this regard. Since prudent investing strongly depends on the professional qualities and morals of insurers, in an essential aspect the principle brings to the fore the high qualification and extensive experience of investment managers. In addition, it strengthens the role of supervisory authorities and the judiciary in the process of creating investment thinking for the benefit of clients. Through the sanctioning mechanisms that the government has the prudent behavior of insurers is guided, while at the same time innovative practices should not be restricted. In this context that research aims to define the prudent-person principle from a normative point of view then to place it in the conditions of market realities. Empirical studies show that it leads to an increase in risky assets in the portfolios of institutional investors, but it does not lead to an increase in aggregate risk. Obviously, the principle does not prevent good diversification of investments and does not endanger the interests of consumers.

**Key words:** Insurance business, Fiduciary responsibility, Prudent-Person Rule, Investment management

**Doi:** <https://doi.org/10.36997/LBCS2022.14>

## 1. Правната доктрина за разумния инвеститор

Приемането на новия Кодекс за застраховането през 2015 г. (в сила от 1.01.2016 г.) е продиктувано от необходимостта да се транспонира разпоредбите на Директива 2009/138/ЕО (Платежоспособност II) с всички нейни изменения и допълнения.<sup>70</sup> Новата нормативна уредба напълно се съобрази с чл. 132 от Директивата и установи т.нар. „принцип на благоразумния инвеститор“. Принципът е задължителен за всички страни – членки на ЕС, и има за цел да гарантира финансовата стабилност на застрахователните дружества и изпълнението на техните задължения. Той изисква от застрахователите да управляват своите инвестиции с *грижата, уменията, предпазливостта и усърдието на благоразумен човек*, които той би имал по отношение на своите собствени средства. Очевидно принципът се основава не на количествени критерии за изпълнение, а на правила, които гарантират интересите на застрахованите лица по най-добрия начин. Не случайно нормите в действащата уредба съдържат изис-

---

<sup>70</sup> Директива 2009/138/ЕО относно започването и извършването на дейността по застраховане и презастраховане (Платежоспособност II) е изменяна и допълвана с Директиви 2011/89/ЕС, 2012/23/ЕС, 2013/58/ЕС и 2014/51/ЕС.

кването застрахователите да защитават с приоритет интересите на своите клиенти (Наредба 71, 2021: чл. 31, т. 4). Чрез отговорно поведение и загриженост те могат да генерират и поддържат тяхното доверие. Защото загубата на доверие би компрометирала приложението на принципа на благоразумния инвеститор и би създавала конфликт от типа „принципал-агент“.

Независимо че принципът има своите корени в англосаксонското (прецедентно) право, където нормите имат казуистичен (индивидуален) характер, той намира своето приложение и в страни от континенталното правно семейство. В законодателството на такива страни се въвеждат императивни и диспозитивни правни норми, които да са достатъчно гъвкави и същевременно обективизирани за нуждите на надзорните органи. В тази връзка Директива 2009/138/ЕО предвижда транспониране на изисквания относно измеримостта, ликвидността, концентрацията на риска, диверсификационния ефект на активите и др. (Директива 138/ЕО, 2009: чл. 132, т. 4), като и въвежда правила за подбор и квалификация на персонала, ангажиран с инвестиционната дейност.

Принципът на разумния инвеститор вмениява на застрахователите задължението да управляват отговорно средствата на застрахованите лица и то изцяло в техен интерес. Подобно разбиране предполага *предпазливо и добре обмислено* вземане на решения (Freshfields Bruckhaus Deringer 2005). Застрахователите имат свободата да инвестират във всякакъв вид активи стига техният избор да е рационален и икономически обоснован. Правилото не приоритизира една или друга инвестиция, защото всяка една има своето значение в контекста на общия портфейл и се адаптира към него в контекста на пазара. Очевидно инвестиционните решения се вземат съобразно цялостното представяне на портфейла и нямат за цел предварително да изключат или ограничат определен актив, защото е рисков или ненадежден.

Принципът на разумния инвеститор е ориентиран към *предпазливото поведение* на застрахователите, а не към портфейлните им резултати. В този смисъл той се фокусира върху начина, по който се вземат инвестиционните решения. Въсщност инвестициите на застрахователите *не се оценяват ретроспективно*, а превантивно чрез осигуряване на качествен процес по разработване, приемане и прилагане на инвестиционната политика в светлината на нормативно зададените цели за сигурност, диверсификация, ликвидност, доход-

ност, наличност, съответствие с поетите задължения (КЗ, 2015: чл. 124, ал. 3, 4, 7, т. 3). Предпазливостта се демонстрира чрез взетите решения, а не чрез отказа да се инвестира в конкретни рискови активи. Според съвременните разбирания няма ненадеждни активи, а има неподходящи инвестиции в контекста на съвкупния портфейл. Дори най-агресивната и нетрадиционна инвестиция може да съответства на принципа на разумния инвеститор, ако тя е направена в подходящия момент и е комбинирана с правилните активи (Nicholas 1988).

Предпазливото поведение предполага поемането на задължения за диверсификация на портфейла и лоялност към клиентите. *Диверсификацията* на портфейла изисква активите да се подбират по такъв начин, че да имат компенсационен ефект помежду си. Така портфейлът става имунизиран срещу шоковете на капиталовите пазари. Освен това диверсификацията помага да се избегне неоправданата концентрация на определен вид активи и свързаното с това натрупване на риск в портфейла. Нормативното изискване за диверсификация (Наредба 71, 2021: чл. 31, т. 5) често се посочва като пример за конкретно ограничение без числена форма. В това има логика, защото количествените ограничения не са нещо по-различно от „лимитирана диверсификация“.

*Изискването за лоялност* също създава определени ограничения, защото предполага всички инвестиционни решения да се вземат в интерес на застрахованите лица. Тяхната аргументация трябва да отчита потребностите, рисковия толеранс и очакванията на потребителите. Ако те са изразили определени инвестиционни предпочитания и имат формираны нагласи, тези фактори задължително трябва да бъдат взети под внимание. Разработването на инвестиционната политика на застрахователните компании трябва да става с активното участие на техните клиенти, респ. представителните им органи. Наличието на разписана политика е добра отправна точка за провеждане на последващ мониторинг от страна на надзорните органи и за защита на правата на застрахованите лица по съдебен ред. Лоялността сама по себе си изключва наличието на предпоставки за *конфликти на интереси*, защото те водят застрахователите към преследване на лични цели в разрез с очакванията на клиентите. Ето защо принципът на разумния инвеститор ги третира като недопустими. Същите трябва да бъдат идентифицирани и своевременно управлявани, за да се гарантира синхрон в намеренията на клиентите, застрахователите и инвестиционните по-

средници. Забраните относно конфликтите на интереси обикновено са изрично посочени в нормативната уредба. В България такива текстове откриваме в Наредбата за изискванията към системата на управление на застрахователите (Наредба 71, 2021: чл. 36).

Силната конкуренция, необходимостта от специализирани инвестиционни умения, както и растящите изисквания за платежоспособност, карат застрахователите все по-често да *привличат външни специалисти* за управление на техните инвестиции. Инвестиционното възлагане значително се е увеличило през последното десетилетие, като то вече не е приоритет само на малките застрахователни компании (Clearwater Analytics 2021). Някои застрахователи дори използват едновременно услугите на няколко инвестиционни посредници, за да разнообразят инвестиционните си стратегии и да навлязат на нови пазари с диверсификационен капацитет. Това поставя на преден план въпроса за подбора на подходящите и високо квалифицирани посредници. Те трябва да гарантират, че могат да управляват активите на застрахователните компании съобразно принципа на разумния инвеститор, без да допускат конфликт на интереси. Основните качества, които посредниците трябва да притежават, са опитност, висок професионализъм и безупречна репутация на пазара, които определят предпазливостта на инвестиционните решения.

За да бъдат решенията предпазливи, инвестиционните посредници *се нуждаят от пълна, точна и навременна информация* за поетия риск от застрахователите. Това налага клаузите в договорите за посредничество да бъдат разписвани детайлно по етапи на инвестиционния процес, в т.ч. за информационната обезпеченост и мониторинга на изпълнението. Посредническият договор задължително трябва да включва клаузи, уреждащи механизма за мониторинг на осъществяваните дейности с цел същите да бъдат коригирани при отклонение от инвестиционната политика на застрахователя. В България условията за работа с външни специалисти и/или доставчици на услуги са уредени в чл. 31, т. 2 от Наредба 71 от 2021 г. Там ясно е регламентирано задължението на застрахователните компании да работят с висококвалифицирани специалисти, които да бъдат гарантирано информирани за специфичните изисквания към съдържанието на портфейла. Всички тези разпоредби важат и за случаите, при които застрахователите формират собствени отдели от служители по инвестиционно управление.

## 2. От нормативен към реален прочит на разумното инвестиране

Съвременната портфейлна теория приема принципа на разумния инвеститор като по-съвършения начин за инвестиционно регулиране на застрахователните компании, най-малкото защото създава предпоставки за по-успешна оптимизация и диверсификация на портфейла. Световната практиката обаче изобилства от противоречиви примери, които не ни позволяват да приемем принципа като безспорен еталон за поведение. Всички изследвания по този въпрос сочат, че правилата за разумно инвестиране *водят до преструктуриране на активите* в портфейлите на институционалните инвеститори. Обикновено се увеличават дела на акциите за сметка на по-ниско рисковите активи, в т.ч. държавните ценни книжа (Schanzenbach, Sitkoff 2007). Очевидно принципът създава либерална рамка за инвестиционно управление и позволява *да се придобиват по-рискови активи*. Така застрахователите могат да отговорят на потребителските очаквания за по-ниски застрахователни премии и по-висока доходност на спестявания им. Акцентът, който поставя принципът на разумния инвеститор върху съвкупния риск на портфейла, а не върху индивидуалния риск на неговите компоненти, освобождава инвестиционния избор и го адаптира към пазара. Твърде е възможно той да е повлиял за придвижване на застрахователите към ефективната граница на техните портфейли.

Дискусионен е обаче въпросът доколко тези промени в портфейлната конструкция отговарят на капиталовите изисквания за платежоспособност и гарантират сигурност, качество, ликвидност и доходност на съвкупния портфейл (КЗ, 2015, чл. 124, ал. 3). От една страна, поголемият дел на акциите се възприема положително от ползвателите на застрахователни услуги, но от друга страна, може бързо да доведе до срив в доверието, защото е свързано с риск от неизпълнение на поетите задължения. Притесненията идват от факта, че експериментът от закупуването на повече акции трудно може да се компенсира от другите активи в портфейла в контекста на съществуващата пазарна конюнктура. Диверсификационният потенциал на настоящите пазарни алтернативи е малък, което възпрепятства постигането на „търпими“ инвестиционни резултати. В крайна сметка от това пък зависи ефективността и ефикасността на принципа на разумния инвеститор.

Повечето специалисти считат, че принципът на разумния инвеститор *е ненадежден* и поставя неговите ползватели под риск от неплатежоспособност (Dagan, Hannes 2014). Макар че подобни твърдения не са направени целево за застрахователните компании, те подкопават доверието във взетите решения за промяна на регулаторната уредба в ЕС. Обикновено аргументите срещу принципа на разумния инвеститор се базират на влошеното портфейлно представяне на застрахователите в периода след Глобалната финансова криза. Животозастрахователните компании наистина пострадаха от кризата, но е дискуссионно доколко за това е виновен принципът. Няма безспорни доказателства, че ако в сила бяха количествените ограничения на инвестициите, щеше да се избегне сривът в доходността и разочарованието на потребителите. Нещо повече, последните емпирични тестове твърдят, че институциите, прилагащи принципа на разумния инвеститор, подхождат предпазливо и диверсифицират портфейлите си в степен не по-лоша от тази на дялово ограничените мениджъри. Доходността на съвкупния им портфейл не е променила своята корелация с пазарните индекси на акции, независимо от увеличаване дяла на рискови активи преди ГФК (Schanzenbach, Sitkoff 2017: 164). Освен това техните инвестиции са значително по-гъвкави и се ребалансират няколко пъти през годината. Ако въобще съществуват притеснения относно надеждността на принципа на разумния инвеститор, вниманието трябва да бъде насочено към *големите животозастрахователни компании*. Обикновено те имат голям рисков апетит към акции, което може да създаде проблеми с управлението на съвкупния портфейл и да ги отдалечи от капиталовите изисквания.

Въпреки множеството критики на принципа на благоразумността *неговото бъдеще е оптимистично*. Независимо че той генерира стимули за включване на повече рискови активи в инвестиционните портфейли на застрахователите, техният съвкупен риск не е променил драстично своите стойности. Тази теза има своите емпирични доказателства и е сериозен аргумент в полза на провежданите реформи. Засега застрахователите успяват да диверсифицират своите портфейли, вкл. чрез периодични изменения в структурата на портфейла. На този етап практиката *отхвърля като неоснователни* призивите за отмяна на принципа на разумния инвеститор и замяната му с остарелия и несъвършен подход на количествените ограничения.

### 3. Детерминанти на успеха на инвестиционния принцип

Успешното инкорпориране и бъдещо развитие на принципа на разумния инвеститор в практиката на застрахователните компании зависи от много фактори. Един от най-важните сред тях е *човешкият капитал*, изразяващ се в квалифицираното поведение и морално отношение на специалистите по инвестиционно управление. Не случайно в европейското законодателство е уреден въпросът с професионалните знания и умения, които трябва да притежават наетите служители на застрахователите. Квалификацията и надеждността им следва да бъдат гарантирани, без да се допускат изключения, което е в духа и на самата Директива „Платежоспособност II“ (Директива 138/ЕО, 2009, т. 34). Нормите предвиждат периодична атестация на доставчиците на услуги, свързани с инвестиционната дейност на застрахователите (одитори, консултанти, инвестиционни посредници и др.), за да се повиши качеството на управление. Директива 2009/138/ЕО не въвежда конкретни критерии за покриване на професионалния ценз, като прехвърля това на надзорните органи по държави, и в частност на самите застрахователи, които имат задачата да формират своите екипи от специалисти. Акцентът е върху правилния подбор и последващо обучение на служителите, защото единствено от тях ще зависи предвидливото и предпазливо инвестиране. Това е опит да се поставят изискванията за пригодност и компетентност в центъра на инвестиционния процес.

Тълкувателните решения на надзорните органи също имат решаващо значение за успешното прилагане на принципа. Де факто те могат да улеснят инвестициите или да ги ограничат чрез нормативна конкретизация.<sup>71</sup> Принципът на разумния инвеститор поставя предизвикателства пред надзорните органи, защото изисква съвсем различен подход на обследване. Инвестиционните решения на застрахователите в условията на свободен избор са гъвкави, динамични и креативни,

---

<sup>71</sup> Такъв е примерът с използването на деривати от застрахователите за риск мениджмънт. Директива 2009/138/ЕО допуска употребата на деривати, ако те допринасят за намаляване на рисковете или увеличават ефективността в управлението на портфейла (Директивата 138/ЕО, 2009, чл. 132, т. 4). На национално ниво Наредба 71 разширено тълкува нормите на Директивата и урежда редица допълнителни изисквания към процедурите, отчетността и условията за придобиване на деривати (Наредба 71, 2021: чл. 39).



което затруднява установяването на нарушения и налагането на санкции. Това е причината за съществуващия уклон на надзорните органи да детайлизират нормативната уредба с цел да се подобри дейността им. По този начин обаче те могат да редуцират или дори напълно да преустановят някои добри инвестиционни практики. Ролята на надзорните органи се оказва с ключово, значение за забавяне или насърчаване на някои нови инвестиционни продукти и техники за управление на риска (Galer 2002: 22-23). В условията на изключителна предпазливост те са тези, които притежават лостовете да оформят поведението на застрахователите съгласно принципа на разумния инвеститор.

Способността на надзорните органи да наблюдават качеството на риск мениджмънта е друг аспект от успеха на благоразумното инвестиране. За да бъде надзорната дейност ефективна, е необходима тясна връзка с ангажираните в инвестиционния процес лица. Това изисква непрекъснат режим на докладване и оповестяване. За целта надзорните органи използват вътрешни и външни източници на информация за застрахователя. Одиторите, инвестиционните посредници, рейтинговите агенции и други доставчици на съпътстващи услуги могат да се използват като информатори. Тяхната гледна точка може да разкрие допълнителни (прикрити) факти за инвестиционната дейност на застрахователите, в т.ч. констатиране на свързаност на участниците по веригата и оттам наличието на конфликти на интереси.

Важна предпоставка за успеха на принципа на разумния инвеститор е възможността на надзорните органи да *инициират съдебни производства*.<sup>72</sup> В този контекст съдебната власт играе много важна роля за налагането на благоразумното поведение. При липсата на ясни количествени ограничения, които могат директно да се отчетат, съдът разчита на заключенията на експерти относно целесъобразността на инвестициите. Разбира се, съдебното решение ще вземе под внимание и обосновката на застрахователя, респ. неговия инвестиционен посредник, относно взетите решения. С времето съдебната система може да създаде „количествена“ рамка за благоразумно инвестиране. Това крие заплахата от появата на стадно поведение и приемането на съдебните решения като бенчмарк за инвестиционна активност. Въпреки това, опасността от санкции, налагани от надзорните органи, и

---

<sup>72</sup> Упражняването на правото на съдебен иск трябва да бъде много добре обмислено, като се има предвид, че производството е скъпо, отнема време и е разсейващо за застрахователните компании.

обезщетения, разпореждани от съда, могат да имат огромен профилактичен ефект върху необичайните и прекалено рискови инвестиции.

### **Използвана литература:**

1. Директива 138/ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно започването и упражняването на застрахователна и презастрахователна дейност (Платежоспособност II). (2009). Официален вестник на Европейския съюз, L335, 17 декември 2009.

2. Кодекс за застраховането. (2015). // ДВ, №102, 2015.

3. Наредба № 71 за изискванията към системата на управление на застрахователите и презастрахователите. (2021). // ДВ, №64, 2021.

4. Clearwater Analytics. (2021). Insurance Companies Increasing Use of Third-Party Investment Managers. The Insurance Investment Outsourcing Report – 2021 (<https://clearwateranalytics.com/press-releases/>, 17 January 2022).

5. Dagan, H., Sharon, H. (2014). Managing Our Money: The Law of Financial Fiduciaries as a Private Law Institution. // A. S. Gold & P. B. Miller (eds. ) Philosophical Foundations of Fiduciary Law, Oxford: Oxford Univ. Press, pp. 91-121.

6. Freshfields Bruckhaus Deringer (2005). A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment. Produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative. Geneva ([https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf)).

7. Galer, R. (2002). “Prudent Person Rule” standard for the investment of pension fund assets. Financial market trends. Paris: OECD, pp. 41-78.

8. Nicholas, L. (1988). Review of Modern Investment Management and the Prudent Man Rule, by B. Longstreth. // The Business Lawyer, Vol. 43, №2, pp. 779-786 (<http://www.jstor.org/stable/40686926>).

9. Schanzenbach, M., Sitkoff, R. (2017). The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis. // Journal of Empirical Legal Studies, Vol. 14, №1, pp. 129-168.

### **За контакти:**

Доц. д-р Стоян Киров

Икономически университет – Варна,

E-mail: [kirov@ue-varna.bg](mailto:kirov@ue-varna.bg)