



GREENPEACE
ТОПЛИННИЯТ
УДАР
НА КОВАЧКИ

Редактори: Десислава Микова, Меглена Антонова

Коректор: Павлина Върбанова

Илюстратор: Илиан Илиев

Ключови констатации

– Пенсионноосигурително дружество „Топлина“ (ПОД „Топлина“) е част от въглищната империя на „Ковачки“¹. Най-големият инвеститор в него с дял от 47,8% е компанията „Ел Ем Импекс“ с едноличен собственик енергийния бизнесмен Христо Ковачки. Повечето от останалите дружества, притежаващи по под 10% от капитала, също се свързват с въглищната империя на „Ковачки“.

– Към края на 2024 г. ПОД „Топлина“ управлява общо около 450 млн. лв., принадлежащи на над 100 000 души – избрали пенсионните фондове на компанията или служебно разпределени в тях. А също и около 5 млн. лв. месечни постъпления от техните осигуровки.

– Към края на 2024 г. около 75 млн. лв. от активите на пенсионните фондове на ПОД „Топлина“ са вложени директно в акции и облигации на дружества от империята „Ковачки“. А ако се вземат предвид и всички начини това да се прави индиректно, сумата става поне двойна – 150 – 200 млн. лв.

– „Топлина“ участва в кръстосани инвестиции – насрещни вложения между пенсионните фондове на няколко групи. Това е порочна практика, чрез която пробиват таваните за инвестиции в свързани лица, поставени в Кодекса за социално осигуряване за намаляване на риска.

– В портфейлите на фондовете на „Топлина“ се виждат освен големи инвестиции в дружества, свързвани с „Ковачки“, също така и инвестиции в компании, пряко или косвено свързани с групите около „Еврохолд“ и „Химимпорт“. Справка в портфейлите на свързаните с тях пенсионни компании (съответно „Бъдеще“ и ЦКБ „Сила“/„Съгласие“) показва аналогични като сума вложения в компании от групата „Ковачки“.

– Инвестициите на ПОД „Топлина“ в акции на свързвани с „Ковачки“ компании достигат 65 млн. лв. в края на 2024 г., или над 55% от всички. Заедно с инвестициите в дружества, свързани с групите „Еврохолд“ и „Химимпорт“, те обхващат практически целия портфейл.

– Делът на свързаните инвестиции в активите се запазва относително константен – 30 – 35% (без да се броят взаимните фондове), но като стойност те нарастват с над 15% средногодишно благодарение на новите постъпления от осигуровки на клиентите.

¹ Използваме името „Ковачки“ в кавички, за да назовем втория въглищен ешелон в българската енергетика – група частни компании, свързвани с бизнесмена Христо Ковачки. Той включва поне 20 дружества и събитията, свързани с тях, които са се случили, както когато Ковачки е бил заявен като собственик или участник, така и когато дружествата формално са имали друг собственик.

– Допускането пенсионните фондове да инвестират в свързани лица често е форма на осигуряване на непазарно финансиране, което е възможно никой друг да не желае да им осигури или поне не и при приемливи условия.

– Поне няколко от компаниите от империята на „Ковачки“, в които пенсионните фондове на „Топлина“ инвестират, работят на хронична загуба. За четиригодишния период 2020 – 2023 г. „ТЕЦ Марица 3“ реализира над 100 млн. лв. загуби, „Топлофикация – Плевен“ – над 75 млн. лв., а „Топлофикация Русе“ – над 60 млн. лв. Благодарение на средствата на осигурените, много иначе финансово неустойчиви въглищни топлоцентрали и топлофикации продължават да функционират на ръба на оцеляването и на екологичното законодателство.

– Затова е под въпрос както краткосрочната, така и дългосрочната доходност на фондовете на компании, предлагащи подобни схеми с инвестиции в свързани лица.

– Проблемът е особено съществен за служителите в компаниите от структурата на „Ковачки“, които се осигуряват в ПОД „Топлина“. Те са двойно изложени на рискове пред отказващата да се трансформира кафява енергетика – със свиващите се перспективи пред нея не само за работните места, а и заради това, че инвестициите в личните пенсионни партии на служителите са заплашени от изчезване. При професионалните пенсионни фондове пазарният дял на „Топлина“ е над 6%, а осигурените – над 20 000 души. Трябва да се има предвид, че голяма част от работещите първа и втора категория труд, за които се правят вноски в този тип фондове, са миньори.

– С нарастващото възприемане на технологии за възобновяема енергия и все по-мощното им навлизане, инвестициите в изкопаеми горива стават все по-нестабилни и се сблъскват с риска да се превърнат в блокирани активи – такива, които губят своята пазарна стойност. Дългосрочната финансова сигурност на настоящите и бъдещите пенсионери няма как да е свързана със сектор, обречен да залезе в рамките на това десетилетие.

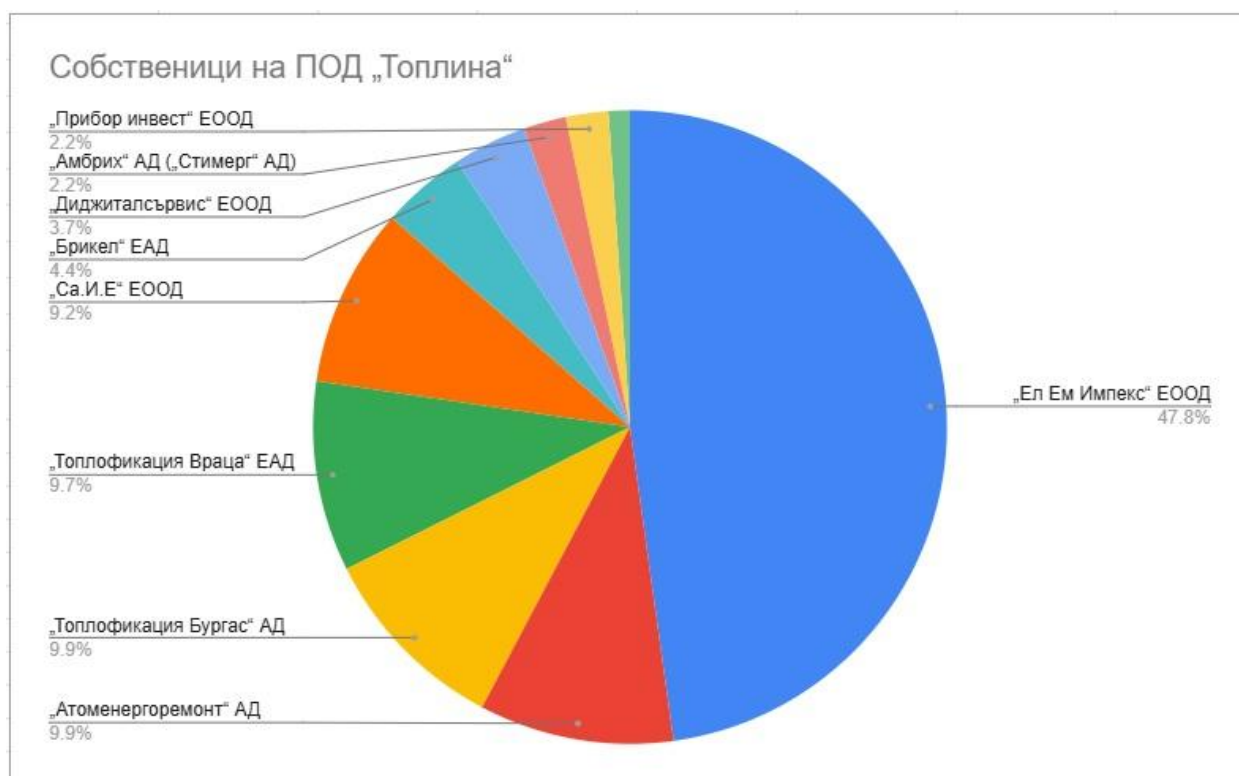
– Регулаторът – Комисията за финансов надзор, през годините е просто един беззъб наблюдател на тенденциите. Санкциите, предвидени в Кодекса за социално осигуряване за този тип нарушения, варират от няколко хиляди до няколко десетки хиляди лева. При интереси за десетки и дори стотици милиони, те едва ли биха имали възпиращ ефект.

1. С вашите пари за пенсии – в нашите компании

В България името на Христо Ковачки вече над две десетилетия е неразривно свързано с енергетиката. И по-конкретно с корпоративна империя от десетки дружества, контролиращи въглищни мини, електроцентрали, топлофикации, енергийни търговци и др. Сумарният им оборот се измерва в стотици милиони левове, което прави „Ковачки“ един от най-големите частни играчи в сектора. Самият той понастоящем няма пряка собственост в тях – при някои формално името му изскача по регистри отпреди години, а при други единствено се е обявявал за техен консултант по време на приватизацията им или на по-късен етап. За част от тях може да се съди само по косвени признаци – адреси

на регистрацията, управители, бизнес обвързаности. През 2025 г. разследването на неправителствената организация Антикоруptionен фонд „Холдингът на Чичко Тревичко“² потвърди тези тайни връзки – за първи път с вътрешни документи и свидетелство на човек отвътре.

Има обаче и компании в един съвсем друг сектор, в които контролиращото участие на едрия бизнесмен не е скрито. Става въпрос за финансите, където едно от най-съществените владения на Христо Ковачки е създаденото през 2006 г. Пенсионноосигурително дружество „Топлина“ (ПОД „Топлина“). Това е една от десетте лицензирани от Комисията за финансов надзор (КФН) частни пенсионни компании в страната, които обслужват т.нар. допълнително пенсионно осигуряване. Те създават и управляват няколко вида фондове, в които автоматично се превежда част от заплатата на всеки от клиентите им. Идеята на този „втори стълб“ на пенсионната система в България е да осигури добавка към пенсията от Националния осигурителен институт (НОИ), която да е индивидуална за всеки – в зависимост от това какво се е натрупало в личната му партида от вноските му през годините, и от това дали средствата са били инвестирани добре от мениджърите на фонда.



Макар в книгата на акционерите Христо Ковачки да не присъства лично, той официално стои зад най-големия акционер – „Ел Ем Импекс“. Бизнесменът е негов едноличен

² Антикоруptionен фонд. Холдингът на Чичко Тревичко: Тайната мрежа на Христо Ковачки в българската енергетика. 29.05.2025 г. <https://www.youtube.com/watch?v=Ngrh3d0WkZQ&t=123s>

собственик и по тази причина е деклариран и като действителен собственик на ПОД „Топлина“ с 47.8% дял. Повечето от останалите дружества, притежаващи по под 10% от капитала на пенсионната компания, обаче също са сред приеманите за част от империята на „Ковачки“, макар и формално собствеността им да води към други местни или чуждестранни лица. Така че реално говорим за практически пълен контрол над пенсионната компания, а оттам и за възможност нейният ресурс да се канализира в желана посока.

В случая с ПОД „Топлина“ става въпрос за **общо около 450 млн. лв. към края на 2024 г., принадлежащи на над 100 000 души** – избрали пенсионните фондове на компанията или служебно разпределени в тях. А също и за **около 5 млн. лв. месечни постъпления от техните осигуровки**.

Именно тук възниква големият проблем – при наличието на такъв огромен ресурс и възможността да се разполага с него неминуемо се поражда изкушението той да бъде използван за лична изгода. Най-очевидният начин това да стане е да бъде инвестиран в компании, които са свързани с лицата, притежаващи и контролиращи пенсионната компания. Това логично създава множество конфликти на интереси и рискове за осигурените лица, като в най-драстични случаи може да се стигне и до откровено източване – умишлено влягане на средствата на осигурените в надценени активи. Поради тази причина има множество законови забрани и ограничения фондовете да инвестират в свързани лица, но на практика те лесно се заобикалят – самият факт, че голяма част от империята „Ковачки“ се води собственост на различни подставени лица, спомага именно за заобикалянето им. А регулаторът, който трябва да следи за спазването на правилата – КФН, макар и отдавна да е наясно с проблемната практика, така и никога не е успял да демонстрира воля да я пресече.

В предишни свои доклади „Грийнпийс“ – България отчасти хвърли светлина върху използването на ПОД „Топлина“ и средствата на клиентите му за поддържането и развитието на енергийната империя на „Ковачки“^{3,4}. Настоящият доклад надгражда над тях, като доказва, че точно това се случва, и то системно, методично и координирано и с други пенсионни компании. **Така към края на 2024 г. вече около 75 млн. лв. от активите на пенсионните фондове на ПОД „Топлина“ са вложени директно в акции и облигации на дружества от империята „Ковачки“.** А ако се вземат предвид и всички начини за индиректни вложения, сумата става поне двойна и е в диапазона **150 – 200 млн. лв.** Това означава, че поне 1/3 от средствата на клиентите на пенсионната компания всъщност са вложени в собствената ѝ корпоративна група и подпомагат нейната експанзия, включително и в опита ѝ да се представи като трансформираща се и

³ „Грийнпийс“ – България. Финансовите мини – доклад за съмнителни финансови практики във въглищния сектор. 22 януари 2018 г. (https://www.greenpeace.org/static/planet4-bulgaria-stateless/2019/03/f513926f-f513926f-the-financial-mines_full.pdf)

⁴ „Грийнпийс“ – България. „Осемте кръга на Въглищната империя на „Ковачки“. 07 юли 2022 г. (<https://www.greenpeace.org/static/planet4-bulgaria-stateless/2022/07/8562f1fb-doklad-vaglishtna-imperiya.pdf>)

по-зелена⁵. А проблемът е още по-съществен за служителите в компаниите от структурата на „Ковачки“ – има множество индикации, че непропорционално голям дял от тях се осигуряват в ПОД „Топлина“ и така се оказват двойно изложени на рискове пред отказващата да се трансформира кафява енергетика – с новите зелени регулации перспективите пред нея се свиват, с което не само работните места, а и инвестициите, направени с личните им пенсионни партии, са заплашени от изчезване.

Инвестирането в компании от въглищната империя на „Ковачки“ подкрепя индустрия, която печели от замърсяването на въздуха и водите⁶ с цената на здравето на хората^{7,8} и околната среда. Пенсионните фондове следва да се грижат за бъдещето на своите вложители, не да го разрушават. С това идва и социална и етична отговорност да приведат своите инвестиции в съответствие с принципите на устойчивост и справедливост и с човешките права. Подкрепата за въглищни производства е обратното на тези ценности.

С нарастващото възприемане на технологии за възобновяема енергия и все по-мощното им навлизане, инвестициите в изкопаеми горива стават все по-нестабилни и се сблъскват с риска да се превърнат в блокирани активи – такива, които губят своята пазарна стойност. На пенсионните фондове е поверена задачата за сигурна и стабилна възвръщаемост към техните клиенти, а изкопаемите горива и особено въглищата са високорисков сектор в това отношение. Дългосрочната финансова сигурност на настоящите и бъдещите пенсионери няма как да е свързана със сектор, обречен да залезе в рамките на настоящото десетилетие.

Много банки, фондове, пенсионни дружества по целия свят официално отказват да инвестират в изкопаеми горива. Финансовите компании осъзнават рисковете от такива инвестиции, докато все повече държави и региони се насочват към възобновяемата енергия. Много клиенти и акционери настояват за освобождаване от активи, които причиняват социални и екологични вреди. Не на последно място, пенсионните фондове на глобално ниво разпознават справянето с изменението на климата като приоритет. Отказвайки се от изкопаемите горива, те привеждат своите инвестиционни стратегии в съответствие с целта за ограничаване на глобалното затопляне и намаляване на емисиите на парникови газове, подкрепяйки прехода към нисковъглеродна икономика.

⁵ ТЕЦ „Брикел“ стартира план за енергийна трансформация „Brikel Re Power“. 3e-news.net. 9 юни 2023 г. (<https://3e-news.net/bg/a/view/44319/tec-brikel-startira-plan-za-energijna-transformacija-brikel-re-power>)

⁶ „Грийнпийс“ – България. Има ли кой да накара замърсителите да плащат? Как тецове на „Ковачки“ избегнаха глоби за близо 5 млн. лева. 11 март 2025 г. (<https://www.greenpeace.org/bulgaria/press/10254/vuglishtni-centrali-zaobikaliat-sankcii/>)

⁷ „Грийнпийс“ – България. Защо е важно България да намали емисиите от въглищните централи, а правителството да се стреми към амбициозни цели, вместо да отменя ангажименти? 12 януари 2023 г. (<https://www.greenpeace.org/bulgaria/press/8378/zashto-e-vajno-bulgaria-da-namali-emisiite-ot-vaglishtni-centrali/>)

⁸ „Грийнпийс“ – България. Бърз отказ от въглища в България ще спаси 3600 живота. 31 януари 2024 г. (<https://www.greenpeace.org/bulgaria/press/9390/coal-future-health-impacts/>)

Много пенсионни фондове вземат тези мерки, за да отговорят на все по-високите очаквания към финансовите институции да вземат предвид своето общо въздействие върху обществото.

Универсални, професионални и допълнителни пенсионни фондове – как работи системата

С реформата от 2000 г. в България е въведена тристълбова пенсионна система. Идеята е тежестта, падаща върху държавния бюджет, постепенно да бъде облекчена и поета от частни фондове.

Първият стълб продължава да е т.нар. държавно обществено осигуряване и това са пенсиите, администрирани от НОИ. Той е разходопокривен, което означава, че пенсиите днес се изплащат с постъпленията от осигуровките на настоящите работещи. А самите те след края на активните си трудови години ще разчитат на това, което държавата събира от работещите тогава. Големият проблем при този своеобразен поколенчески договор е, че при влошаващата се демография и застаряващото население той става все по-трудно изпълним – все по-малко работещи трябва да издържат все повече пенсионери.

Именно този проблем по замисъл трябва да се реши или поне смекчи от втория капиталов стълб, или допълнителното задължително пенсионно осигуряване. При него част от доходите на работещите отиват в частен фонд, където те остават по тяхна лична партида. Идеята е средствата да бъдат инвестирани и така да се умножат. В България за целта са въведени два типа фондове. В универсалните пенсионни фондове (УПФ) е предвидено да се осигуряват всички родени след 1959 г. (впоследствие е дадена опция на желаещите да прехвърлят средствата си към НОИ и да разчитат само на държавна пенсия). Към тях се насочват 5% от всяка заплата и за близо четвърт век в тях са акумулирани над 23 млрд. лв., принадлежащи на над 4 млн. души. Идеята е, когато те се пенсионират, да получават намалена държавна пенсия, но тя да се компенсира от втора – от натрупванията по личните им партиди. Другата разновидност са професионалните пенсионни фондове (ППФ), в които се осигуряват работещите в по-тежките първа и втора категория труд. Тук влизат множество професии – общо става въпрос за 330 000 души, но най-многобройни са миньорите и металурзите. Към ППФ отиват съответно 12% и 7% от заплатите за първа и втора категория, като замисълът е чрез отчислените средства да се осигурят добавки и за предвиденото за тях ранно пенсиониране.

Третият стълб на системата са т.нар. доброволни пенсионни фондове (ДПФ). Те също се организират от частните пенсионни компании, но както подсказва името, участието в ДПФ не е задължително. В тях всеки може да прави вноски в какъвто размер избере – няма задължение и те да са регулярни, като може и еднократно да се внесе сума. Друга опция е парите да се внасят и от работодател – като своеобразна допълнителна придобивка за служителите. Тези средства, аналогично на втория стълб, са по лични партиди, като замисълът е да служат за още една допълнителна пенсия. Тук обаче има по-голяма

свобода, като парите могат да бъдат изтеглени и закуп, включително и преди пенсиониране.

Доскоро този пенсионен модел беше във фаза на натрупване – основно получаваше постъпления, без почти да изплаща пенсии. **През 2023 г. постепенно системата започна да навлиза във фаза на изплащане** с пенсионирането на първите жени, родени след 1959 г. и достигнали пенсионна възраст, а през 2025 г. предстои и първите мъже да получат втора пенсия. При всички частни фондове средствата по партидите са собственост на осигурения, затова техен плюс е, че ако не са изразходвани, остават за наследниците на осигурения.

2. Усвояването на успешния модел

ПОД „Топлина“ не е нито първата, нито единствената, нито най-голямата компания в сектора, която инвестира в свързани лица. Реално тази схема започва да се заражда и проиграва едва няколко години след пенсионната реформа от 2000 г., с която в България е въведен тристълбовият модел. Към 2005 – 2006 г. (още преди създаването на компанията на „Ковачки“) вече пенсионните компании, придобити от групата „Химимпорт“, започват да концентрират вложенията си в публични дружества, пряко или косвено свързани с нея (пенсионните фондове имат право да инвестират само в търгувани на борсата компании). Това са „ЦКБ-Сила“ и „Съгласие“, през 2007 г. е придобита и „Лукойл Гарант – България“, която обаче впоследствие е влята в „ЦКБ-Сила“. Данните от техните портфейли още оттогава показват засилващи се инвестиции в самия холдинг „Химимпорт“ и други компании под шапката му, като Централна кооперативна банка, курортното дружество „Св. Константин и Елена“, „Проучване и добив на нефт и газ“, „Параходство Българско речно плаване“ и др.

Например през 2005 г. ПОК „Съгласие“ е санкционирана от КФН за това, че е надхвърлила лимита – 5% от активите на нейния УПФ да са вложени в ценни книжа, издадени от едно дружество – ЦКБ⁹. Пенсионните компании са длъжни да публикуват портфейлите си (първоначално изискването е веднъж годишно, а в последствие то е променено и на всяко тримесечие), така че тези практики лесно могат да се проследят и бързо стават публично достояние. Медии започват да пишат за тях още през 2008 г.¹⁰

В този момент проблемът е идентифициран и признат институционално. Тогавашният зам.-председател на КФН, отговарящ за осигурителния надзор, Бисер Петков обяснява, че макар през 2008-а и началото на 2009 г. Комисията да е издала общо шест акта на четири дружества за нарушаване на забраната за вложения в свързани лица, остават много случаи, в които от юридическа гледна точка нарушение няма. „Нито една дефиниция не

⁹ Комисия за финансов надзор. Решение №684-УПФ/04.11.2005 г. на заместник-председател, ръководещ управление „Осигурителен надзор“

(https://www.fsc.bg/wp-content/uploads/2021/files/10533_file.pdf)

¹⁰ Капитал. Пари има, действаме. 4 април 2008 г.

(https://www.capital.bg/biznes/finansii/2008/04/04/480800_pari_ima_deistvame/)

може да покрие изцяло всички случаи на конфликт на интереси при инвестиции в свързани лица“, казва той пред „Капитал“, като обяснява, че проблемът според него е в ограничения брой хипотези за свързаност, изброени в Кодекса за социално осигуряване (КСО), и във възможността юридически да се избегне свързаност, въпреки че на практика има такава. Тогава Петков настоява и за нормативни промени¹¹.

Такива обаче няма, напротив – проблемът се задълбочава. Ако в началото инвестициите са във вече публични компании, то около 2009 – 2010 г., както сочат журналистически разследвания от периода, групата „Химимпорт“ започва да произвежда и специално да качва на борсата компании с цел техни акции или облигации да бъдат изкупувани от „ЦКБ-Сила“ и „Съгласие“. Нещо повече – тези техни нови инвестиции са с наглед доста завишени оценки на активите – предимно имоти, и поне в началото са практически без съществени приходи¹².

Ако се съди по портфейлите на фондовете на ПОД „Топлина“, тя започва да усвоява практиката да влага парите на осигурените в свързани лица около 2011 – 2012 г., като в началото това са единични инвестиции. Причините за по-късното включване вероятно са няколко. От една страна, по-късното основаване на пенсионната компания на „Ковачки“ през 2006 г. я обрича да е сред сравнително малките играчи на пазара – първоначалното разпределяне на повечето работещи в страната вече е направено с началото на реформата, така че получилите лиценз по-късно трябва да се борят да привличат клиенти от други компании или да разчитат на дял от новопостъпващите на пазара на труда. Затова и в първите години нейните фондове са просто прекалено малки: към 2009 г. активите на УПФ „Топлина“ са 15 млн. лв., към 2010 г. – 23 млн. лв., а към 2011 г. – 34 млн. лв. Като се вземат предвид ограниченията за инвестиции в ценни книжа на отделни компании (вж. повече в следващия раздел – *Заобикалянето на ограниченията*), това би било правило таван около 1 – 2 млн. лв. през тези години.

Друг важен фактор е, че повечето компании на „Ковачки“ не са публични – в голямата си част те са придобити чрез търгове от Агенцията за приватизация. Така че за да се извлече този сравнително малък ресурс, не си заслужава регулаторната тежест компаниите да бъдат качени за търговия на борсата.

И накрая, в този период групата разполага и с контрол над Общинска банка, поне до световната криза през 2007 – 2008 г. ползва и изобилно финансиране от Първа инвестиционна банка, така че не изпитва остра нужда от ресурса на пенсионните фондове.

С акумулирането на повече средства в пенсионните фондове обаче балансът на ползите и разходите се променя и „Ковачки“ също започва постепенно да качва на борсата

¹¹ Капитал. Опасни връзки. 10 април 2009 г.
(https://www.capital.bg/biznes/finansii/2009/04/10/703515_opasni_vruzki/)

¹² Капитал. Ако не със „Съгласие“, със „Сила“. 28 януари 2011 г.
(https://www.capital.bg/biznes/finansii/2011/01/28/1033182_ako_ne_sus_suglasie_sus_sila/)

компании, за да може „Топлина“ да придобива от тях. Така поетапно няколко топлофикации (Плевен, Русе, Бургас, Враца), „ТЕЦ Бобов дол“, „Атоменергоремонт“ и други дружества се оказват с публично търгувани емисии акции и/или облигации.

3. Заобикалянето на ограниченията

По принцип има предвидени доста защиты това да не става. Те са разписани в КСО и през годините са правени прецизирания, но като цяло голямата картина и логиката остават без промяна. На първо място, в чл. 177 от Кодекса е записана доста ясна и категорична забрана: „Пенсионноосигурителното дружество не може да инвестира средствата на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване и на фонд за извършване на плащания във финансови инструменти, издадени от пенсионноосигурителното дружество, което го управлява, или от свързаните с него лица“.

Тук обичайната тактика е просто да се скъса формалната свързаност между собствеността на ПОД и тази на икономическата група, към която принадлежи и която обслужва. В случая с „Топлина“ самата пенсионна компания очевидно се води свързано лице с Христо Ковачки, който е нейн действителен собственик. Това обаче не важи за другите акционери с под 10% дял, тъй като се приема, че до този праг инвестицията е портфейлна, т.е. че целта ѝ е само извличане на доход, а не осъществяване на контрол над дружеството. Така фондовете на „Топлина“ спокойно могат да инвестират в акции и облигации на „Атоменергоремонт“, „Топлофикация Бургас“ и „Топлофикация Враца“, без да нарушават забраната.

При другите български пенсионни компании, системно инвестиращи в свързани лица, подходът е малко по-различен. Приеманото за близко до „Еврохолд“ ПОД „Бъдеще“ всъщност по документи се води с краен мажоритарен собственик адв. Тодор Табаков, което отваря възможност да инвестира в „несвързаните“ дружества от групата. При „Химимпорт“ пък реално са изградени две паралелни, формално независими една от друга финансово-индустриални групи (едната – около Централна кооперативна банка, „ЦКБ-Сила“, „Армеец“ и др., а другата – около Тексимбанк, „Съгласие“ и др.), които инвестират кръстосано една в друга, както и в привидно несвързани с нито една от тях компании. Например за „ЦКБ-Сила“ важи ограничението да купува акции на своята компания майка „Химимпорт“ и дружества под шапката на холдинга, но за „Съгласие“ – не.

Другият ключов момент е, че целият енергиен конгломерат на „Ковачки“ всъщност на хартия не е контролиран или свързан със самия Христо Ковачки по никакъв начин. Де юре всички тези компании са независими, като всяка от тях се води собственост на компания под друга юрисдикция (предимно Обединеното кралство, Кипър и Сейшелските острови), която пък си има деклариран за мениджър или действителен собственик физическо лице¹³. Тази структура е доста аморфна през годините – от време

¹³ BIRD.bg. ТЕЦ-ове и мини свързвани с Ковачки са с нови „сламени“ собственици. 1 октомври 2024 г. (<https://bird.bg/kovachki-tec-owners/>)

на време „собствениците“ се променят, без това да води до някакви промени във видимо централно координирания мениджмънт на българските мини, тецове и топлофикации.

Това също е доста ясен знак, че те са просто подставени лица, продаващи самоличността си. Някои от тях са видимо професионални „директори“, например новата собственичка на топлофикациите в Русе и Плевен от ноември 2024 г. – живеещата в Южна Африка британка Сара Ейми Грайс, е в управлението на още десетки компании в Обединеното кралство. Същото важи и за пресния притежател на „Брикел“ Рой Денис Толфтс, който е на 74 години и също пребивава в ЮАР, откъдето управлява множество дружества. Още повече че обичайно за тези „промени“ никога не се иска разрешение от Комисията за защита на конкуренцията – нещо, което по закон би трябвало да се прави винаги когато се сменя контролът в компании с над 25 млн. лв. оборот и те са придобивани от други фирми или хора, притежаващи и други бизнеси. Според данните в британския търговски регистър и декларациите по Закона за мерките срещу изпиране на пари в българския търговски регистър специално за топлофикациите в Русе и Плевен и теца в Гълъбово само през 2024 г. активите са препродадени на два пъти, без да има одобрение от антимонополния регулатор.

Структурата с чуждестранни собственици позволява на мениджмънта на „Топлина“ да може да твърди за пред КФН, че всъщност не инвестира в книжа на лица, свързани с него или с основния му акционер. Така например една от най-големите инвестиции на фондовете им – „ТЕЦ Бобов дол“, дружество с близо 1000 служители и над 400 млн. лв. оборот, се води собственост не на Христо Ковачки, а на 44-годишната счетоводителка от Белиз Ерлин Мей Родригез.

Атомизираната собственост е ключова, за да се заобиколят и другите пречки в КСО. Според разпоредбите на Кодекса ПОД и управляваните от него фондове за допълнително задължително пенсионно осигуряване и фондове за извършване на плащания не могат поотделно да притежават повече от 7% от акциите с право на глас на един емитент, а сумарно лимитът е 20% (чл. 177а от КСО).

Също така и не повече от 5% от активите на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване могат да бъдат инвестирани във финансови инструменти, издадени от един емитент, а общата стойност на инвестициите на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване във финансови инструменти, издадени от дружества от една група и лицата, с които тези дружества се намират в **тесни връзки**, не може да превишава 10% от активите на фонда. (чл. 178 от КСО). **Това за УПФ „Топлина“ с неговите 345 млн. лв. активи към края на 2024 г. прави 17.3 млн. лв. таван за инвестиция в книжа на една компания и 34.5 млн. лв. – в една група. Тъй като обаче отделните дружества на „Ковачки“ са несвързани не само с бизнесмена, а и помежду си, тази граница също може лесно да бъде прескочена, особено ако надзорът реши да погледне снизходително.**

Това обаче далеч не изчерпва всички използвани в практиката похвати да се заобиколят законовите лимити за инвестиране в свързани лица. **Един от класическите и масово прилагани от българските пенсионни компании, част от местни групи, е взаимно да си разменят пакети книжа.** Ако се разгледат внимателно портфейлите на фондовете на „Топлина“, се вижда, че освен големи инвестиции в дружества, които можем да причислим към групата „Ковачки“, има и съществени вложения в компании, пряко или косвено свързани с групите около „Еврохолд“ и „Химимпорт“. А ако се направи справка в портфейлите на свързаните с тях пенсионни компании (съответно „Бъдеще“ и „ЦКБ Сила“/„Съгласие“), там се виждат аналогични като сума вложения в компании от групата „Ковачки“.

Така взаимноизгодно всяка от групите може ефективно да насочи повече ресурси към своите дружества и да надхвърли лимитите. Например УПФ „Топлина“ държи максимално позволения 6.99% дял от акциите на „Атоменергоремонт“, а сумарно с ППФ и ДПФ в групата дялът скача до малко под 11%. УПФ „Бъдеще“ също държи акции почти до лимита – 6.96%, като заедно с останалите фондове достига 8.75%, а УПФ „Съгласие“ има 3.85%. В замяна, разбира се, ПОД „Топлина“ е вложило аналогични суми в компании на другите две групи. Така реално, без да се нарушават разпоредбите на КСО, ефективно вложенията им могат да надхвърлят лимитите.

Другият широко използван прием да се пробият таваните е през посредничеството на взаимен фонд. Схемата най-просто изглежда така: пенсионният фонд купува дялове от взаимен фонд на (реално или фиктивно) несвързано с него управляващо дружество за примерно 1 млн. лв. с ангажимента те (или огромната част от тях) да бъдат вложени в конкретни посочени компании. Така за пред регулатора пенсионната компания има в портфейла си инвестиционни фондове, а не свързани лица. А за управляващото дружество на взаимния фонд изгодата е, че печели от такси и комисиони покрай това, че уж управлява тези активи.

Тъй като за взаимните фондове изискванията да разкриват вложенията си са доста по-леки, тук трудно може да се проследи цялата картина, но по експертни оценки вероятно за пенсионните дружества – част от местни групи, над половината от инвестициите в тях реално представляват тази схема за заобикаляне на лимитите по КСО. Ако продължим примера с „Атоменергоремонт“, според последната му налична акционерна книга малко над 8.8% от капитала му се държат от взаимни фондове, като според борсовите котировки на акциите на дружеството това се равнява на близо 20 млн. лв. Управляващите дружества, решили да инвестират в тази компания, са без изключение такива, в които пенсионните фондове на ПОД „Топлина“ имат вложения. Към края на 2024 г. тяхната сума надхвърля 80 млн. лв., което прави реалистично допускането, че по този начин са насочени още поне 40 млн. лв. към свързани лица.

В добавка има и поне няколко публични компании, които явно са създадени с практически аналогичен модел – пенсионни фондове инвестират в техни акции и/или облигации, като на свой ред самите те купуват акции и/или облигации на групата. Обикновено те се

ползват споделено от няколко пенсионни компании. УПФ, ППФ и ДПФ на „Топлина“ имат инвестиции за сумарно над 10 млн. лв. в две такива дружества – „Опортюнити България Инвестмънт“ и „Български фонд за дялово инвестиране“, като справка в техните портфейли показва насрещни инвестиции за сходна сума в компании на „Ковачки“. Сред тях има непублични емисии облигации на „Мина Станянци“ и „Комсиг“. Последното е дъщерно дружество на „Ел Ем Импекс“, така че директно фондовете на „Топлина“ не биха могли да инвестират в него.

4. С все по-голям мащаб

Какъв е размерът на това явление и колко средства на осигурените се канализират към бизнесите на собствениците на пенсионните компании?

Ако става дума за ПОД „Топлина“, то на база на публикуваните портфейли на фондовете му може да се види, че инвестициите им в акции на свързвани с „Ковачки“ компании достигат 65 млн. лв. в края на 2024 г., или над 55% от всички. Ако обаче се добавят и инвестициите в дружества, свързани с групите „Еврохолд“ и „Химимпорт“, то това ще обхване практически целия портфейл.

Инвестиции в акции към 31 декември 2024 г. (в хил. лв.)

Дружество	УПФ	ППФ	ДПФ	Общо	Дял
Атоменергоремонт	15 561	6709	725	22 995	19.63%
Топлофикация Русе	13 503	673	147	14 323	12.22%
ТЕЦ Бобов дол	14 136		78	14 214	12.13%
Синтетика	10 609	1733	571	12 913	11.02%
Порт Флот – Бургас	5085	3845	698	9628	8.22%
Еврохолд България	6572	1318	438	8328	7.11%
Велграф Асет Мениджмънт	6227	539		6766	5.77%
Български фонд за дялово инвестиране	2673	2673	761	6107	5.21%
Портови флот 99	1421	1254	764	3439	2.94%
Опортюнити България Инвестмънт	1338	1065	678	3081	2.63%
Етропал	1340	1028		2368	2.02%
Формопласт	1649		204	1853	1.58%
Инвестор.бг	1549			1549	1.32%
Химснаб България	1337			1337	1.14%
Би Джи Ай Груп	413	376	374	1163	0.99%

Риъл Булленд	642	133	289	1064	0.91%
Топлофикация – Плевен	887		83	970	0.83%
Топлофикация – Бургас	335	531	16	882	0.75%
Българска фондова борса	129	169		298	0.25%
Варенголд Банк	257			257	0.22%
ХЕС	58	81	19	158	0.13%
Софарма	44	49	13	106	0.09%
Кораборемонтен завод Одесос	33	40	13	86	0.07%
Капман Дебтс Мениджмънт	84			84	0.07%
Капман Грийн Енерджи	79			79	0.07%
Стара планина холд	25		23	48	0.04%
Сток плюс	22	15	9	46	0.04%
Монбат	11		6	17	0.01%
Акции	89 011	22 243	5910	117 164	100.00%

Легенда	
Инвестиции в свързани с Ковачки лица	Инвестиции в близки до „Еврохолд“ лица
Инвестиции в близки до „Химимпорт“ лица	Съвместно дружество за инвестиране

При инвестициите в облигации картината е малко по-различна, като най-големите експозиции, макар и пак в енергетиката, са към дългови инструменти на външни за групата лица. Всъщност преките вложения в свързани лица са едва 6 млн. лв., а по-големи суми са вложени в облигации на „Еврохолд“ и „Химимпорт“ – около 20 млн. лв.

Инвестиции в облигации към 31 декември 2024 г. (в хил. лв.)

Дружество	УПФ	ППФ	ДПФ	Общо	Дял
БЕХ	12 096	2371		14 467	29.99%
Енергопро	4732	2958		7690	15.94%
Старком Холдинг	4949	1507		6456	13.38%
Еврохолд България	3306	795		4101	8.50%
Трансалп 1 Секюрити	3411	1150		4561	9.45%
Топлофикация – Русе	802	797	317	1916	3.97%
ТЕЦ Бобов дол	691	628	294	1613	3.34%
ТЕЦ Марица 3	753	772		1525	3.16%
Евролийз Груп	999	491		1490	3.09%
Топлофикация – Плевен	492	492	148	1132	2.35%

Опортюнити България Инвестмънт	530	442	51	1023	2.12%
Авто Юнион	390	239	53	682	1.41%
Делта Кредит	557			557	1.15%
Би Джи Ай Груп	503			503	1.04%
Астерион България	196	110	39	345	0.72%
Синтетика	123	61		184	0.38%
Корпоративен дълг	34 530	12 813	902	48 245	100.00%

Като се сумира всичко, се получава сума от порядъка на 140 – 150 млн. лв., вложени в групата „Ковачки“ или кръстосани инвестиции с други пенсионни дружества, които насрещно са вложили същата сума в групата „Ковачки“. Ако към това се добавят и косвените инвестиции през взаимни фондове, общата сметка за ресурса, който мениджърите на „Топлина“ насочват към собствената си група, би надхвърлила значително 150 млн. лв. и вероятно би доближила по-скоро 200 млн. лв.

Тук трябва да се има предвид, че това е само моментна снимка, но тенденцията със сигурност е сумата да набъбва допълнително в следващите години. Посоката на развитие се вижда ясно в данните досега: **делът на свързаните инвестиции в активите се запазва относително константен – 30 – 35% (без да се броят взаимните фондове), но като стойност те нарастват с над 15% средногодишно.** Основната причина за това е, че фондовете продължават да растат с нови постъпления от осигуровки на клиентите. По данни на КФН през 2024 г. средномесечно постъпленията на УПФ „Топлина“ са над 4 млн. лв., а на ППФ – почти 1 млн. лв. Това прави **общо около 50 млн. лв. годишно свеж ресурс, част от който се насочва по вече отработената схема в бизнесите на „Ковачки“.** През следващите години може да се очаква аналогична сума с лек ръст – с покачващите се заплати в страната и вноските за осигуровки се вдигат. А иначе активите на фондовете може да растат и с по-голям, и с по-малък от този темп – в зависимост от постигнатата доходност. С преминаването към възобновяеми енергийни източници за замърсяващи производства става все по-трудно да се осигури банково финансиране, така че изкушенията да се ползват парите на осигурените се засилват.

Инвестиции на фондовете на ПОД „Топлина“ (в хил. лв.)	2024 г.	2023 г.	2022 г.	2021 г.	2020 г.
Инвестиции в свързани с Ковачки лица	72 637	57 662	43 225	35 507	26 325
Инвестиции в близки до „Еврохолд“ лица	47 016	44 134	44 088	48 808	40 154
Инвестиции в близки до „Химимпорт“ лица	14 213	13 754	14 184	10 007	7 938
Инвестиции в съвместни дружества посредници	10 211	6707	6050	6176	5806
Общо в свързани лица	144 077	122 257	107 547	100 498	80 223

Общо активи	447 832	366 638	303 958	293 974	261 798
Дял от активите	32.17%	33.35%	35.38%	34.19%	30.64%

Но може би по-важното уточнение е, че ПОД „Топлина“ е само малка част от пъзела. По данни на КФН нейните фондове сумарно държат под 2% от активите на системата, а осигурените в тях са около 2.6% от всички в страната. Но както вече видяхме, моделът парите за бъдещи пенсии на клиентите да се ползват за развитие на фирмените империи на собствениците на пенсионните компании се прилага аналогично и в сходни мащаби и в още три пенсионни компании – „Бъдеще“, „Съгласие“ и „ЦКБ-Сила“. А всички те са по-големи и общо говорим за над 20% от пазара на допълнителното пенсионно осигуряване. Активите им сумарно в края на 2024 г. са от порядъка на 6 млрд. лв., което прави актуалната консервативна оценка на това опасно явление 2 млрд. лв.

5. Какви са рисковете

Инвестирането в свързани лица носи със себе си очевидни рискове и конфликти на интереси. Като за начало, дори да не говорим за някаква форма на облагодетелстване, **азбучна истина при портфейлния мениджмънт е, че всяка концентрация носи риск.** Тя може да е по различни линии – географска, секторна и т.н. Затова и важна част от работата на мениджърите при избора на акции, облигации или други финансови инструменти е да диверсифицират инвестициите. Влагането на значителен дял от активите в една икономическа група е точно обратното – евентуални финансови затруднения в нейните рамки може да предизвикат съществени загуби.

Когато обаче става въпрос за инвестиране в близки до самото пенсионно дружество компании, опасността е още по-голяма, защото има и личен стимул за облагодетелстване. Не е трудно да си представим, че **назначеният от собствениците мениджмънт може да се окаже под натиск да сключва сделки при условия, които са неблагоприятни за фондовете, но са благоприятни за самите свързани лица.**

Тук разминаванията могат да бъдат по отношение на цена, ликвидност, риск, контрол и др. Например очевидно **компаниите, в които се инвестират активи на пенсионния фонд, имат изгода да се финансират възможно най-евтино, докато осигурените лица имат интерес от вложените средства да се извлече максимално висока доходност.** Затова и една възможна хипотеза е портфолио мениджърите на пенсионната компания да предпочетат да инвестират в облигации на приятелски дружества, въпреки че може да има налични и дългови инструменти на техни аналози, предлагащи по-високи лихви.

Друга ос на противоречие е, че **компаниите от групата имат интерес да ползват средствата колкото може по-дълго, а осигурените лица имат интерес пенсионният фонд да инвестира активите в ликвидни инструменти.** Също така и компаниите може да имат желание да инвестират привлечените средства в по-рискови начинания, които да се превърнат и в загуби за осигурените.

Това ни води към още една съществена разлика. По принцип една от страничните, но много важни функции на портфейлните инвеститори в публичните компании е да упражняват надзор – да подлагат на задълбочени анализи финансовите отчети и да искат обяснения от директорите им. При инвестициите в свързани компании очевидно нивото на критичност ще е занижено.

Дори и с това списъкът от потенциални проблеми не се изчерпва. **Инвестициите в свързани компании, особено в такива, чиито финансови инструменти не се търгуват активно на борсата и в които няма много външни за групата инвеститори, създават реален риск от манипулиране на доходността.** Теоретично пазарната цена на акциите на публичните компании се формира от сблъсъка на търсенето и предлагането на множеството инвеститори. Ако обаче говорим за компании без реален свободно търгуван дял, само с няколко сделки цената може при нужда да се изстрелва или срива колкото си пожелаем.

Нека си представим хипотетичен случай на дружество със 100 млн. акции, разделени между двама инвеститори. Ако днес единият продаде на другия една акция за 1 лв., то пазарната капитализация би била 100 млн. лв., а ако утре вторият я върне на първия, но на цена 10 лв., вече оценката ще е скочила до 1 млрд. лв.

Този проблем далеч не е само хипотетичен. В началото на 2015 г. в писмо до КФН четири пенсионни компании, контролирани от международни групи – „Доверие“, „Алианц“, „ДСК-Родина“ и ING (днес ОББ), подават сигнал до КФН¹⁴ за потенциални пазарни манипулации от конкурентните им местни групи, сред които и „Топлина“. Според авторите на писмото в предпоследния ден на всяко тримесечие стойността на дяловете на фондовете на някои дружества се променя в широк диапазон. Макар думата *манипулация* да отсъства, тя реално е загатната с предположението, че тези движения са „не само резултат от обективни пазарни обстоятелства“. В края на всяко тримесечие някои фондове отчитат рязък скок в стойността на активите си, което често контрастира с движението на пазарите като цяло. Борсовите котировки, а съответно и изчисленията на база на тях стойности на дяловете на всички пенсионни фондове към предпоследния ден се вземат за оценката на активите към последния ден на тримесечието и съответно за обявената доходност. Така благодарение на тези подскоци в края на всяко тримесечие може да се рекламира по-висока доходност. Авторите на сигнала констатираха и конкретни компании, чиито акции хронично – в края на всяко тримесечие – рязко поскъпват и още на следващия ден цените им спадат.

Друго наблюдение в писмото е, че аналогично движение, но с обратен знак се наблюдава към датите за прехвърляне на клиенти от един фонд в друг. По закон всеки може да подава заявления за това, когато си иска, но самото трансфериране на партии се

¹⁴ Капитал. Какво пише в сигнала на четирите пенсионни фонда. 30 януари 2015 г. (https://www.capital.bg/politika_i_ikonomika/bulgaria/2015/01/30/2463239_kakvo_pishe_v_signala_na_chetirite_pensionni_fonda/)

извършва четири пъти годишно. Ако към съответната дата стойността на дяловете е по-ниска, към новия фонд се прехвърля по-малка сума и съответно фондовете имат изгода да я занимават. Регулаторът започва проверка по сигнала, която така и не дава никакъв резултат.

Освен за такива краткотрайни разкрасявания, инвестициите в свързани лица дават възможност и за по-дългосрочно раздуване на доходността. Чрез подобни неликвидни акции без реална борсова търговия могат спокойно да се избегнат сривове при кризи. В допълнение, цената им може да се поддържа изкуствено завишена и некореспондираща със стойността на активите или с паричните потоци от бизнеса на свързаните компании. Нерядко при котировките на подобни дружества са силно завишени съотношенията цена към печалба и цена към счетоводна стойност. А при облигациите, дори да се стигне до проблеми с обслужването или просрочия, топлите връзки често водят до всевъзможни отстъпки и разсрочвания, които може и да са от полза за групата, но не и за осигурените лица. Така че дори и дългосрочната доходност на фондовете на компании, прилагащи подобни схеми, е под въпрос.

Доходност на УПФ по години

Наименование	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	Средно-геометрична доходност за 2020 – 2024 г.	Средно-геометрична доходност за 2015 – 2024 г.
ЦКБ-Сила	3.87%	4.50%	3.11%	0.07%	4.76%	0.79%	5.39%	-3.06%	8.02%	5.51%	3.25%	3.25%
Топлина	2.83%	3.13%	4.74%	-1.72%	8.16%	1.47%	1.96%	-7.79%	8.81%	10.62%	2.80%	3.09%
Съгласие	4.66%	6.60%	6.45%	-1.82%	7.57%	1.17%	1.56%	-8.73%	8.50%	5.01%	1.33%	2.97%
ОББ	0.20%	4.31%	6.55%	-5.17%	7.35%	1.14%	6.56%	-12.64%	9.52%	5.99%	1.79%	2.17%
Бъдеще	1.48%	1.26%	5.18%	-0.59%	3.47%	0.62%	3.70%	-5.52%	3.28%	8.92%	2.09%	2.12%
Пенсионноосигурителен институт	2.54%	4.29%	4.77%	-3.27%	3.69%	-1.39%	5.01%	-6.47%	6.96%	5.90%	1.87%	2.12%
Алианс България	-0.03%	3.28%	6.35%	-6.13%	6.75%	1.42%	5.33%	-11.08%	9.20%	5.52%	1.82%	1.88%
Доверие	1.48%	3.88%	6.24%	-3.94%	4.95%	1.44%	4.55%	-12.10%	8.19%	4.93%	1.14%	1.80%
ДСК-Родина	0.15%	3.82%	8.62%	-6.39%	8.74%	2.49%	3.64%	-13.49%	7.68%	5.11%	0.79%	1.80%
ДаллБогг: Живот и здраве	-	-	-	-	-	-	-	-	10.08%	8.65%	-	-

Според официалните данни на база стойностите на дял от КФН, УПФ „Топлина“ **реализира най-висока доходност за 2024 г. и е втора, погледнато осреднено за последните пет или десет години. Дали обаче оценката на топлофикации, тецове и**

други свързани дружества е реалистична и дали, ако фондовете трябва да продадат тези си инвестиции, могат да получат тази цена, е спорно.

Това всъщност кореспондира с може би най-големия риск, ако се гледа не просто от гледната точка на осигурените, а от гледната точка на обществото. Реално **допускането пенсионните фондове да инвестират в свързани лица често е форма на осигуряване на непазарно финансиране, което е възможно никой друг да не желае да им осигури, или поне не и при приемливи условия.**

Енергийната империя „Ковачки“ може и да е огромна, но това не значи, че непременно е в цветущо финансово здраве. Към такова заключение водят и отчетните данни в таблицата, макар че трябва да се приемат с повишена доза внимание, тъй като особено при оборотите на места със сигурност се съдържа двойно отчитане поради вътрешногруповите сделки.

Енергийният бизнес на Ковачки	Приходи 2023 г. (хил. лв.)	Приходи 2022 г. (хил. лв.)	Приходи 2021 г. (хил. лв.)	Приходи 2020 г. (хил. лв.)	Печалба 2023 г. (хил. лв.)	Печалба 2022 г. (хил. лв.)	Печалба 2021 г. (хил. лв.)	Печалба 2020 г. (хил. лв.)
Номад Енерджи Къмпани	1 044 912	2 760 517	680 269	0	54 372	241 809	13 057	- 416
Гранд Енерджи Дистрибушън		19 674	563 526	758 769		- 110 617	- 41 762	- 63 875
Юропиан Трейд оф Енерджи	н.д.	н.д.	395 449	154 388	н.д.	н.д.	20 795	- 2716
ТЕЦ Бобов дол	412 494	259 837	281 833	175 429	13 546	21 425	12 328	3395
Топлофикация – Плевен	442 206	412 284	218 929	152 561	- 37 144	7921	- 45 717	- 2607
ТИБИЕЛ	377 365	526 744	187 112	74 169	6492	5840	17 244	7722
Брикел	97 606	132 306	156 119	102 893	- 37 267	- 1664	14 090	- 102 020
Топлофикация – Русе	244 549	187 959	116 216	86 681	- 42 303	14 725	- 38 531	3746
Дайнинг Енерджи	60 052	311 498	82 423	41 002	- 4177	10 992	13 899	3800
Топлофикация – Перник	157 025	113 040	75 138	69 413	2236	- 3781	1154	- 905
Атоменергоремонт	86 644	65 720	55 540	49 031	36 101	16 081	13 186	11 839
Топлофикация – Сливен	115 829	92 314	49 377	42 181	6359	8583	2375	- 4626
Топлофикация – Бургас	71 609	83 769	44 953	26 885	10 606	- 2149	- 3340	- 1018

Топлофикация – Враца	83 489	72 117	41 211	17 631	15 678	- 4055	- 3304	10
Хийт Енерджи	н.д.	61 546	31 235	31 767	н.д.	- 277	- 1388	1259
ТЕЦ Марица 3	24 619	33 465	21 712	19 897	- 16 976	- 68 982	- 16 800	- 908
Коул Енерджи (Гранд Енерджи)	31 349	26 420	15 676	11 675	916	- 1308	- 685	- 572
Топлофикация – ВТ	17 642	18 072	7800	5749	- 1631	- 165	- 4009	- 2420
Мина Бели брег	16 776	18 599	7604	10 205	2094	- 1223	- 4231	251
Мина Станянци	7650	9072	5331	4771	- 433	- 531	- 975	1230
Топлофикация – Габрово	2317	12 997	4195	5379	- 2766	4722	- 1647	- 849
Мини Открит въгледобив	5619	6109	4041	5436	339	- 360	52	565
Мина Балкан-2000	1060	1566	3678	953	784	1424	- 1100	- 159
Мина Черно море-Бургас	1805	7356	1922	1132	- 5365	- 2632	1638	979
Мина Чукурово	76	139	1272	749	- 198	- 199	621	- 849
ОБЩО	3 302 693	5 233 120	3 052 561	1 848 746	1263	135 579	- 53 050	- 149 144

Легенда

Компании, в които ПОД „Топлина“ има инвестиции

Всъщност през годините най-съществените компании, които се причисляват към империята „Ковачки“, често са сумарно на загуба. Нещата се подобряват малко в последните години и най-вече през 2022 г., която с високите енергийни цени беше особено благодатна за целия сектор. Тогава фирмите на „Ковачки“ излизат на над 135 млн. лв. печалба. Но преди това групата хронично генерира десетки милиони левове загуби, а през годините няколко от минните компании изпадат в несъстоятелност. А и през 2023 г. този ефект започва да изчезва и общо печалбата на групата се стопява до едва малко над 1 млн. лв.

Това важи в пълна сила и за поне няколко от компаниите, в които инвестират пенсионните фондове на „Топлина“. **За четиригодишния период 2020 – 2023 г. „ТЕЦ Марица 3“ реализира над 100 млн. лв. загуби, „Топлофикация – Плевен“ – над 75 млн. лв., а „Топлофикация Русе“ – над 60 млн. лв.** При тези данни за всеки потенциален кредитор

логично възникват въпроси как те биха могли да обслужват устойчиво задълженията си, и съответно трудно биха могли да привлекат външно финансиране.

В този смисъл **ресурсът на пенсионните фондове на „Топлина“ определено може да се приеме за спасителен за енергийната империя на „Ковачки“ в последните години.** Благодарение на средствата на осигурените много от иначе финансови неустойчивите въглищни топлоцентрали и топлофикации продължават да функционират на ръба на оцеляването и на екологичното законодателство.

И накрая е важно да отбележим, че **на тези рискове особено силно са изложени служителите на „Ковачки“, тъй като има данни, че непропорционално голяма част от тях са клиенти на „Топлина“.** За това няма публично налични официални данни, но косвено потвърждение може да се извлече от данните на КФН за динамиката на броя на осигурените лица във фондовете. Ако в УПФ, където се осигуряват всички родени след 1959 г., пазарният дял на „Топлина“ е около 2.6%, като дружеството има близо 106 000 клиенти, то при ППФ неговият пазарен дял е над 6%, а осигурените – над 20 000 души. Трябва да се има предвид, че голяма част от работещите първа и втора категория труд, за които се правят вноски в този тип фондове, са миньорите.

Това, разбира се, не означава, че във фирмите на „Ковачки“ има над 100 000 служители. Клиенти на пенсионната компания са и много други хора, които са я избрали или са били служебно разпределени там.

6. **Защо е възможно**

На теория финансовата система разполага с множество защиты, които да ограничават евентуални злоупотреби със средствата на клиентите и да гарантират, че те се управляват в техен интерес. Като се започне от чисто пазарните механизми (ако има данни за машинации, клиентите може просто да се разбягат) и се стигне до детайлно разписани правила, за чието спазване следят регулатори, които могат и да санкционират и отнемат лицензи.

В последните около две десетилетия се оказва, че в България нито един предпазител не сработва в достатъчна степен и вложенията на пенсионните компании в свързани лица, макар и да е тема, обсъждана в медиите и от законодателите, не само че не се ограничават, а и се превръщат в норма. Причините за това са комплексни.

Като за начало говорим за една млада пенсионна система, която през целия този период акумулира средства и почти не изплаща пенсии. Така във фондовете влизат регулярни месечни постъпления от осигуровки. При УПФ за 2023 г. това са сумарно 2.266 млрд. лв., от които около 0.5 млрд. са за четирите компании с дългогодишна практика да влагат поне 1/3 от активите си в свързани лица. За 2024 г. още няма финални данни, но предвид средномесечните постъпления за деветмесечието вероятно сумата ще надхвърли 2.5 млрд. лв. От друга страна, пенсионните компании не са изправени пред никакъв

ликвиден натиск на този етап и не им се налага да осребряват инвестиции, за да могат да изплащат пенсии. Така отклоняването на част от входящия поток към корпоративните империи на пенсионните компании чисто финансово не представлява особен проблем.

Следващ фактор, който силно допринася явлението да е възможно, е ниската финансова култура в страната и високото ниво на незаинтересованост от допълнителното задължително пенсионно осигуряване. Какви са причините за това, може да е обект на съвсем различно изследване, но голяма част от тези над 4 милиона клиенти на пенсионните компании не просто нямат точна представа как работят те, а дори не знаят и точно в коя се осигуряват. Част от обяснението биха могли да са сравнително ниските натрупвания по партидите и високите такси, които подкопават доверието в частните фондове и създават очакване, че допълнителната пенсия от тях ще е незначителна. През годините те често са обект и на критики, че постигнатата доходност дългосрочно не е достатъчна да увеличи спестяванията и трудно дори успява да компенсира натрупаната инфлация.

Тази незаинтересованост има ефект сравнително малко хора да се възмущават и в какво инвестират фондовете им. Теоретично, ако някой управлява зле финансовите средства на клиентите си, те би трябвало бързо да се преориентират и да насочат средствата си към конкуренти. В случая обаче това почти не се случва и сравнително малко хора сменят фондовете си. Доколкото има отлив, той е по-скоро в посока към пенсионните компании – част от големи банкови групи (ДСК и ОББ), като причината е, че обичайно това е изискване за по-изгодни условия по ипотечни заеми или други продукти.

Липсата на интерес (особено сред младежите) проличава ясно от данните на КФН за служебно разпределение на новопостъпващите на пазара на труда. В КСО е уредено, че всеки при сключване на своя първи трудов договор има срок от три месеца да избере в кой от лицензираните пенсионни фондове да се осигурява. Данните за 2023 г. показват, че това са направили едва 10 642 души от общо малко над 101 000. Останалите 90 411 младежи, започнали работа, или близо 90% от всички, не са подали заявление и съответно са служебно разпределени от НАП.

Това става на случаен принцип, но квотите в кой фонд колко души се насочват, зависят от три критерия¹⁵:

- висока доходност – постигната годишна доходност от съответния пенсионен фонд, отчетена към края на тримесечието, предхождащо служебното разпределение, на база предходния 24-месечен период;

¹⁵ Инструкция №1 от 21.02.2006 г. за реда и начина за служебно разпределение на лицата, неизбрали фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване.
(https://www.fsc.bg/wp-content/uploads/2021/files/2023_file.pdf)

- ниски разходи – размер на начислените от ПОД такси по чл. 201, ал. 1, т. 1 от КСО за тримесечието, предхождащо служебното разпределение;
- лични предпочитания – брой приети индивидуални заявления за участие в универсален или професионален пенсионен фонд за тримесечието, предхождащо служебното разпределение.

На базата на тази методика все пак най-много новоосигурени служебно се насочват към големите пенсионни фондове, които чрез мрежа от осигурителни агенти опитват активно да привличат клиенти. Но хиляди хора по този начин се озовават и в дружества като „Топлина“, където средствата им се влагат в свързани с „Ковачки“ фирми. Конкретно за 2023 г. едва 368 души са подали заявления, че искат да се осигуряват в УПФ на „Топлина“, а други 7189 попадат там на лотариен принцип.

Брой лица с новоприети заявления и служебно разпределени, постъпили в УПФ през 2023 г.

УПФ	Брой лица с новоприети заявления	Относителен дял от общия брой новоприети заявления	Брой лица от служебно разпределение	Относителен дял от общия брой служебно разпределени	Общо постъпили лица за 2023 г.	Относителен дял на служебно разпределените към общо постъпили лица (%)
УПФ „Доверие“	2973	27.94	12 976	14.35	15 949	81.36
ЗУПФ „Алианс България“	2399	22.54	12 098	13.38	14 497	83.45
УПФ „ЦКБ-Сила“	676	6.35	11 292	12.49	11 968	94.35
УПФ ОББ	1732	16.28	9891	10.94	11 623	85.1
УПФ „ДСК-Родина“	1505	14.14	8616	9.53	10 121	85.13
УПФ „Съгласие“	721	6.78	7899	8.74	8620	91.64
УПФ „Пенсионноосигурителен институт“	121	1.14	7664	8.48	7785	98.45
УПФ „Топлина“	368	3.46	7189	7.95	7557	95.13
УПФ „Бъдеще“	28	0.26	6794	7.51	6822	99.59
УПФ „ДаллБогг: Живот и здраве“	119	1.12	5992	6.63	6111	98.05
ОБЩО	10 642	100	90 411	100	101 053	89.47

Източник : КФН, по данни от протоколите за служебно разпределение

Друго измерение на проблема е, че идентифицирането на свързани лица може да е трудно, а доказването – още повече. Често индикациите за свързаност са косвени, докато законовите дефиниции могат да са доста точни и изчерпателни. В по-ранните години (2006 – 2016 г.), когато този феномен се заражда, това важи с особена сила – в КСО има точно и ясно изброени хипотези кога две лица се приемат за свързани, и ако всички те са избегнати, нещата са изрядни.

През 2017 г. все пак е направен опит това да бъде преодоляно. Наред с класическите хипотези за свързаност, базирани на собственост, официално заети ръководни функции, родство и т.н., които са разширени, е добавено и понятието „тесни връзки“. Според законовия текст такива „са налице, когато две или повече физически или юридически лица са свързани чрез контрол или участие, или когато две или повече физически или юридически лица са трайно свързани с едно и също лице чрез отношения на контрол“. Тук обаче пак опираме до понятието *контрол* и кога и как такъв може да се докаже. За целта и в закона има изредени множество хипотези, и съответно отново остава поле за заобикалянето им.

Всичко това прави регулатора – КФН, доста беззъб наблюдател на тенденциите. Все пак в електронната система на Комисията може да се види, че през годините има опити за налагане на санкции. Виждат се актове спрямо „Топлина“, базирани на чл. 126 от КСО („Средствата на пенсионния фонд се управляват от пенсионноосигурителното дружество с грижата на добър търговец при спазване принципите на качество, надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация в интерес на осигурените лица“), а също и на чл. 177а и 178, където са ограниченията за инвестиции в свързани лица. Актове и наказателни постановления по тези членове има и спрямо други компании.

Проблемът тук е, че предвидените в КСО санкции за този тип нарушения варират от няколко хиляди до няколко десетки хиляди лева. При повторност са предвидени удвоени размери, като има възможност и за глоби на директорите на пенсионните компании, и за санкции за самите юридически лица. Макар тези суми да звучат като солени наказания, когато става дума за интереси за десетки или дори стотици милиони левове, те, макар и неприятни, едва ли биха имали толкова възпиращ ефект.

Това далеч не значи, че КФН е напълно безпомощна. При желание тя има възможност и да ескалира надзорните си мерки. В най-крайна форма този тип нарушения биха могли да са основание и за отнемане на лиценза на пенсионни компании. Според КСО (чл. 122е) ресорният заместник-председател на Комисията може да предложи това при различни хипотези, включително и ако „дружеството е извършило грубо нарушение или системни нарушения на разпоредбите на този кодекс и на актовете по прилагането му“.

От създаването си на 1 март 2003 г. до момента КФН не е отнемала пенсионен лиценз.

„Грийнпийс“ – България изпрати въпроси във връзка с този анализ до ПОД „Топлина“ и Комисията за финансов надзор, но не получи отговор до публикуването му.

Въпроси към ПОД „Топлина“

1. Пенсионните фондове, управлявани от ПОД „Топлина“, към края на 2024 г. имат значителни инвестиции в група дружества, които се свързват с най-големия акционер в пенсионната компания - Христо Ковачки, включително в последните [разследвания на Антикорупционния фонд](#). Какъв е вашият коментар?
2. Как са взети решенията за инвестиране на средствата на осигурените в акции и облигации на компании като „Атоменергоремонт“, ТЕЦ „Бобов дол“ и топлофикациите в Русе, Бургас и Плевен?
3. Дори и без формална свързаност, има доста индикации, че тези компании се управляват координирано. Това притеснява ли ви?
4. Според вас концентрацията на инвестиции в един сектор (енергетиката) представлява ли риск за осигурените?

Въпроси към КФН

1. Пенсионните фондове, управлявани от ПОД „Топлина“, към края на 2024 г. имат значителни инвестиции за близо 75 млн. лв. в група дружества, които се свързват с най-големия акционер в пенсионната компания Христо Ковачки, за което свидетелстват и последните [разследвания на Антикорупционния фонд](#). В тази връзка КФН какви действия е предприемала?
2. Установявали ли сте при надзора през годините дали наистина между посочените топлофикации и други дружества има свързаност, тесни връзки или общ контрол?
3. Установявали ли сте нарушаване на лимитите за експозиции за инвестиции от ПОД „Топлина“? За колко на брой случая става въпрос и какви санкции са налагани?
4. Виждате ли в ПОД „Топлина“ повишен риск за осигурените от концентрация на инвестициите в един сектор или група, тъй като дори и без формална свързаност има доста индикации, че тези компании се управляват координирано?
5. При дейността си КФН среща ли проблеми с това да доказва свързаност и виждате ли реални опити за заобикаляне на ограниченията на КСО? Според вас има ли нужда от нормативни промени, които да разширят дефинициите или да дадат повече правомощия?

6. Възнамерява ли КФН да извърши специална проверка в светлината на новите разкрития около т.нар. холдинг „Орион“?

7. Част от тези дружества са и акционери в ПОД „Топлина“ с по под 10% дял. Те декларирани ли са като свързани лица или надзорът ги приема за независими?