

**СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ  
„Димитър Апостолов Ценов“ - Свищов**

**Факултет „Финанси“  
Катедра „Финанси и Кредит“**

**Докторант: Вахан Ахаси Бохосян**

## **А В Т О Р Е Ф Е Р А Т**

на дисертация за придобиване на научна и образователна  
степен „доктор“ по докторска програма  
„Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ на  
тема:

**Повишаване стойността на  
застрахователната компания чрез  
презастраховане като инструмент  
за управление на капиталите**

**Научен ръководител:  
Проф. д-р Стоян Проданов**



*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита на заседание на Катедрения съвет на катедра „Финанси и кредит“ при Факултет „Финанси“ на Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – гр. Свищов.

Данни за дисертационния труд:

Брой страници – 172 стр. (167 страници текст и 5 страници библиографска справка)

Брой фигури и таблици – 36 бр.

Брой литературни източници – 97 бр. ( 74 на английски език и 23 на български език)

Брой публикации на дисертанта – 4 бр.

Защитата ще се проведе на 23.03.2023 г. от 14:00 ч. в Заседателна зала „Ректорат“ на Стопанска академия „Д. А. Ценов“. Материалите по защитата са на разположение в Отдел „Докторантура и академично развитие“.

## Съдържание

I.	Обща характеристика на дисертационния труд.....	4
1.	Актуалност на темата.....	4
2.	Обект и предмет на изследването.....	4
3.	Изследователска теза.....	5
4.	Цел и задачи на дисертационния труд.....	5
5.	Обхват на изследването.....	5
6.	Структура и съдържание на дисертацията.....	6
7.	Практическа приложимост.....	7
II.	Синтезирано изложение на дисертационния труд.....	7
	Глава I: Методически основи на управление на капиталите и риска в застрахователно дружество.....	8
1.	Управление на капиталите във фирмата - теоретични основи.....	8
2.	Регулаторен подход при финансов анализ на застрахователното дружество и въздействие на презастраховането.....	11
3.	Риск мениджмънт в застрахователното дружество и трансфер на риск.....	12
4.	Морален риск и въздействието на конфликта принципал-агент.....	14
	Глава II: Презастраховането като стратегически инструмент за управлението на активите и пасивите на застрахователно дружество.....	16
1.	Същност, възникване, философия.....	16
2.	Видове презастраховане и параметри на покритие:.....	17
3.	Презастраховането като метод за управление на капиталите.....	21
	Глава III: Проектиране на оптимална презастрахователна програма.....	23
1.	Добавената стойност на презастраховането.....	23
2.	Модели за оценяване на презастрахователни продукти.....	27
3.	Основни етапи в процеса на оптимизиране на презастрахователната структура за повишаване стойността на застрахователната компания.....	28
	Заклучение.....	33
III.	Насоки за бъдеща изследователска работа по темата.....	34
IV.	Справка за научните и научно-приложни приноси в дисертационния труд.....	35
V.	Списък с публикациите на докторанта.....	35
VI.	Справка за съответствие с националните изисквания по Правилника за приложение на Закона за развитие на академичния състав в Република България.....	36
VII.	Декларация за оригиналност и достоверност.....	36

## **I. Обща характеристика на дисертационния труд**

### **1. Актуалност на темата**

Актуалността на проблема, разработван в дисертационния труд е свързана с нарастващото въздействие на презастраховането в дейността на застрахователните компании. Свят без застраховане и застраховане без презастраховане, и двете биха били немислими в контекста на настоящите икономически процеси в световен мащаб. Презастраховането като инструмент за управление на капиталите на фирмата е изучавано и изследвано от икономическата наука, но приложението му и съпоставимостта му с другите капиталови и финансови инструменти е твърде бегло засегната от науката, а е пряко обект на актуален интерес за всяко застрахователно дружество и индиректно за всички нива от застрахованите лица, регулаторни органи, инвеститори, и дори на ниво национална икономика.

Презастраховането е един от основните инструменти за трансфер на риск – инструмент, който позволява на застрахователите да балансират своите резултати и да се конкурират с по-големите участници на пазара. Чрез намаляване на риска и прехвърлянето на част от него на презастрахователи, застрахователното дружество постига нужното ниво на платежоспособност, без да се налага да набира нов капитал или да прибегва до финансови инструменти. По-големият размер на капитал за всяко едно дружество е буфер срещу непредвидени фактори, но оптималното ниво на капитала балансира между сигурност и ефективност. Управлението на капиталите е фундаментално звено в инструментариума на финансовия мениджмънт. Без солидни познания за капиталите и капиталовата политика трудно може да се управлява в правилната посока всяка една фирма, още повече когато става дума за финансова институция като застрахователната компания.

### **2. Обект и предмет на изследването**

Обект на дисертационния труд и под фокуса на изследването попадат активите и капиталите на фирмата, в частност дългосрочни и дълготрайни такива, собствени капитали, застрахователния портфейл и най-вече дела на презастрахователите, както в активите, така и в пасивите. Управлението на капиталите е в основата на финансовите и инвестиционни решения на всеки един модерен мениджърски екип и предопределя техния успех в дългосрочен план. Затова дисертационният труд разглежда и модели за оптимизиране на управлението на капиталите, оценка на текущо състояние и развитие на науката и добрите практики до момента, да предвидим предстоящите промени на база наблюдавани тенденции в сектора на застраховането. Основният проблем, който ще разгледаме през призмата на цената на капитала и цената на презастраховането и предмет на научния труд са начините за повишаване на стойността на застрахователната компания чрез подобряване на капиталовата структура, използвайки оптимални нива на презастраховане.

### **3. Изследователска теза**

Главна теза на дисертационния труд, е че чрез оптимизиране на нивата на презастраховане и в повечето случаи при закупуване на допълнително презастраховане може да се постигне повишаване на стойността на застрахователната компания в резултат на понижаване на регулаторните капиталови изисквания за разполагаеми собствени средства и/или капиталови облекчения и намаляване нуждата от набиране на допълнителен акционерен капитал или подчинен дълг.

### **4. Цел и задачи на дисертационния труд**

Сред основните цели на изследването е да опишем и синтезираме познанието и теоретичните модели по темата. Да проверим текущото състояние и актуалните тенденции в презастрахователните продукти. Да докажем хипотезите за преимуществата и ползите от презастраховането пред допълнително набрания капитал. В тази връзка се поставят няколко ключови задачи, сред които сравнение и съпоставка на видове капитал и презастраховане и тяхното въздействие. Анализ на застрахователен портфейл и ефекта от презастраховането върху крайния технически резултат. Определяне на параметри за оценка и измерване на ефективността застрахователната дейност и на презастрахователните продукти спрямо нуждите и капиталовите изисквания на компанията. Предлагане на варианти за оптимизиране на презастрахователната програма и повишаване на платежоспособността на застрахователната компания.

### **5. Методология и обхват на изследването**

Методологията, въз основа на която е изготвен дисертационния труд се основава на редица научноизследователски методи като: дедуктивния метод, метода на анализ и синтез, дескриптивна статистика и исторически метод, сравнителен анализ със схематично илюстриране и таблично представяне, както и утвърден статистически инструментариум.

Подробно е засегната темата за управление на риска като ключова за развитието на застраховането и интегрирането и в стратегията за управление на капиталите. За да направим пълноценен и релевантен анализ ще обърнем внимание както на счетоводната, така и на регулаторната перспектива при оценка на капиталите. Няма как да анализираме застрахователния бизнес без да опишем и жизненоважната функция на управлението на риска като фундаментален процес и приоритет за всички засегнати страни.

Показваме на практика как внимателният анализ на фундаменталните икономически принципи, залегнали в застрахователния бизнес, може да бъде полезен при идентифицирането на механизми, чрез които застрахователните дружества могат да създават стойност. Разбирането и прилагането на тези принципи надхвърля границите на чисто научното развитие и интелектуално превъзходство, то е

предпоставка за по-добро стратегическо управление на застрахователно дружество. Най-важното в случая не е, фокусиране върху инвестиционната дейност на застрахователна компания, а уменията за създаване на бизнес и неговото развитие чрез ефективно управление на капиталите, което в крайна сметка им позволява да създадат стойност и да увеличават богатството за своите акционери.

## **6. Структура и съдържание на дисертацията**

Дисертационният труд е разработен при спазване на изискванията на чл. 27, ал. 2 от Правилника за прилагане на Закона за развитие на академичния състав в Република България. Той се състои от увод, изложение в три глави, заключение и библиография. Изследването е разработено в обем от 173 стандартни страници. В основния текст на изследването са представени 36 фигури и таблици. Библиографската справка съдържа 97 източника, вкл. 18 от научната школа на финансовата катедра, общо 74 източника на английски език, 23 – на български език. В съдържателно отношение дисертационният труд е структуриран по следния начин:

Въведение:

Глава I: Методически основи на управление на капиталите и риска в застрахователно дружество

1. Управление на капиталите във фирмата - теоретични основи
  - 1.1. Същност и капиталова структура
  - 1.2. Източници и нива на капитал
  - 1.3. Цена на капитала
  - 1.4. Създаване и измерване на стойност в застрахователното дружество
  - 1.5. Стратегия за управление и оптимизиране на капиталите
2. Регулаторен подход при финансов анализ на застрахователното дружество
3. Риск мениджмънт в застрахователното дружество и трансфер на риск
  - 3.1. Риск – Същност и оценка
  - 3.2. Управление на риска – видове рискове, хеджиране, трансфер, диверсификация
  - 3.3. Интегриране на управлението на риска и управлението на капитала
4. Морален риск и въздействието на конфликта принципал-агент
  - 4.1. Същност и концепция
  - 4.2. Цена на конфликта – агентски разходи
  - 4.3. Морален риск в Застраховането

Глава II: Презастраховането като стратегически инструмент за управлението на активите и пасивите на застрахователно дружество

1. Същност, възникване, философия
2. Видове презастраховане и параметри на покритие:
  - 2.1. Традиционно презастраховане – стандартни договори

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

- 2.2. Нетрадиционно презастраховане – алтернативни структурирани решения
  - 3. Презастраховането като метод за управление на капиталите
- Глава III: Проектиране на оптимална презастрахователна програма
- 1. Добавената стойност на презастраховането
    - 1.1. Ключови показатели за ефективност и индикатори за създаване на стойност
    - 1.2. Въздействие на презастраховането върху стойността на застрахователната компания
    - 1.3. Икономическа оценка на добавената стойност на презастраховането
  - 2. Модели за оценяване на презастрахователни продукти
  - 3. Оптимизиране на презастрахователната структура за повишаване стойността на застрахователната компания
    - 3.1. Анализ на нуждите и възможностите
    - 3.2. Изготвяне на примерен модел
    - 3.3. Оценка на риска и нужния капитал за неговото покритие
    - 3.4. Калкулиране на цената на капитала и оценяване нужното презастрахователно покритие
    - 3.5. Оптимизиране на структурата

Изводи и препоръки:

Цитирани и използвани източници на информация и научна литература

## **7. Практическа приложимост**

Изследването сравнява собствения капитал с допълнителни подчинени хибридни дългове и презастраховане по редица показатели като цена, риск трансфер, риск на контрагента, ликвидност, въздействие върху разполагаемия капитал и регулаторните капиталови изисквания, влияещи върху капиталовата структура, възможността за икономически ръст, изглаждането и стабилизирането на финансовия резултат спрямо отделните отчетни периоди, което е и сред основните предназначения и цели на презастраховането. Посочват се практически приложими аспекти на ползите от презастраховането за капиталовата адекватност и финансово състояние на застрахователните дружества. Разглеждат се особеностите при финансов анализ на застрахователно дружество и различните гледни точки към капитала на дружеството.

## **II. Синтезирано изложение на дисертационния труд**

Във въведението на дисертационния труд са представени актуалността и значимостта на разработката за теорията и практиката. Формулирана е основната изследователска теза. Посочени са обектът, предметът и целта на дисертацията. Дефинирани са изследователските задачи

## Глава I: Методически основи на управление на капиталите и риска в застрахователно дружество

### 1. Управление на капиталите във фирмата - теоретични основи

Оптималната капиталова структура води до максимизиране в пазарната оценка на стойността на фирмените акции. От друга страна, пазарната стойност на обикновените акции на фирмата е израз на сегашната стойност на очакваните бъдещи дивиденди. За да въздейства върху пазарната оценка на фирмените акции, мениджърският екип разполага с три инструмента: развитие ефекта на финансовия лост; промени в потока на очакваните бъдещи дивиденди; промени в изискванията към възвръщаемостта на капитала. Общоприето е виждането, че оптималната финансова структура изисква дългосрочната и средносрочната задължнялост на фирмата да не надвишава величината на нейните собствени капитали. (Захариев А. ., 2010) Постигането на положителни финансови резултати и икономически растеж за всяка една застрахователна компания в значителна степен се определя от съвкупност от техники и инструменти за рационално използване на капитали. Ефективността на този процес зависи както от обема, така и от състава и структурата на капиталите.

За целите на настоящото изследване капиталите на фирмата могат да бъдат класифицирани освен по степента им на изискуемост така също и според източниците им и според съответното изискуемо от регулаторна перспектива ниво.

Като основни източници на капитал можем да разграничим:

- Капиталови пазари – дялово или дългово участие, хибридни форми на подчинен дълг
- Продажба на активи
- Презастраховане
- Секюритизации – хибридни деривативни инструменти

Според необходимото ниво на капитала, можем да обособим:

- Собствен (счетоводен, акционерен) капитал – реалното ниво, посочено в счетоводни отчети на фирмата
- Регулаторен капитал – нивото, което надзорния регулаторен орган смята, че е необходимо да бъде заделено.
- Икономически капитал – нивото, което мениджмънта на компанията счита за необходимо, за да поддържа и покрива поетите рискове (Boller P. , 2001), който от своя страна можем да класифицираме като:
  - Икономически модифициран капитал (ИМК) – разполагаемо коригирано ниво на капитала с обезценка на резервите, нереализирани капиталови потоци от инвестиционна дейност и отсрочени данъчни пасиви.
  - Рисково-базиран икономически капитал (РБК) – теоретичното ниво, необходимо за покриване на основните подписвачески и инвестиционни рискове според съответния рисков капацитет.

В тази рамка, презастрахователни решения (дали традиционни или структурирани) се позиционират като ефективен капиталов метод за оптимизиране, въздействащи както на наличния капитал, така и изискуемия капитал.



*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

Застрахователният бизнес по своята същност е изключително консервативен, още повече що се отнася до нивата на капитал в контекста на все по-стриктните регулации.

Цената на капитала е по своему вид бариера, под която дружеството губи от стойността си и над която създава добавена стойност. Правилното определяне на цената на капитала е комплексна задача, която зависи от редица променливи като капиталовата структура на дружеството, дисконтиращите фактори, ефектът на данъчното облагане и цената на използваните капиталови източници.

Презастраховането има вековна история като управленски инструмент за управление на капиталите. Използването на презастрахователните продукти по този начин и капацитетът им на предлагане се разраства все повече в световен мащаб. Буквално всеки един презастрахователен договор в определена степен съдържа в себе си съответното ниво на капиталов ливъридж и съдържа в себе си характеристики на условен капитал. Все по-често презастраховането се разглежда като важен инструмент за управление капиталите на фирмата.

Често в практиката се наблюдава следната закономерност при промените в коефициентите за платежоспособност. За постигане на заложеното целево равнище на платежоспособност и капиталова адекватност, доказано по-голям ефект има редуцирането на нивото на капиталовото изискване, където ключова роля играе именно нивото на презастраховане, вместо прибавяне до пряко увеличение на собствените капиталови средства.

Непрестанно променящата се икономическа среда на съвременното налага преразглеждане и анализ на основните ръководни принципи. За застрахователната индустрия, това означава че е необходимо отново да се фокусираме върху основополагащите механизми за създаване на стойност. Първа стъпка в процеса е поставяне и отговор на два основни въпроса, а именно как се създава стойност и как тя може да бъде измерена. Измерването на икономическата стойност позволява при ценообразуването на застрахователните продукти да се калкулират и включат съответните цели за създаване на стойност. Освен това, макар да не е лесно за изпълнение, този принцип дава възможност да се синхронизират схемите за възнаграждение и стимулиране на служителите със създаването на стойност. По този начин интересите на акционерите и служителите ще бъдат още по-уеднаквени и сближени и ограничаване на ефекта на конфликт принципал-агент. В допълнение можем да кажем, че измерването на икономическата стойност позволява стратегическите решения за управление на капиталите и на риска да бъдат преценени от гледна точка на вероятността и способността има да повишават стойността на компанията.

Създаването на стойност в застраховането се дължи преди всичко на сравнителното предимство на застрахователя при привличане на заеман капитал, което е достатъчно голямо, за да компенсира сравнителния му недостатък при инвестирането. По този начин възниква въпросът колко висока е цената на заемането на средства чрез застраховка. Това е подобно на определянето на икономическата стойност на застрахователния договор. Тук икономическата стойност съответства на средствата, необходими за покриване на всички бъдещи разходи, включително разходи по покриване на настъпили щети, както и алтернативната цена, свързани с притежаването

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

на рисков капитал, базирана на пропуснатите ползи от следващата най-добра възможност.

Застрахователите, които създават най-голяма стойност за акционерите, са тези, които идентифицират и капитализират най-добрите възможности за бизнес и имат най-ниски производствени разходи и постигат най-висока оперативна ефективност. Има три важни предпоставки за постигането на тези нива. Първо, доброто разбиране на процеса на създаване на стойност позволява ясно идентифициране на конкурентните предимства и недвусмислено разпределение на отговорностите към конкретни функции в организацията. В същото време това трябва да бъде допълнено с рамка за измерване на създаването на стойност както на обща база, така и за конкретните дейности и отговорности. И за може акционерите да имат адекватни очаквания за взимане на правилни решение от управленския екип, е наложително да се създаде система за стимулиране, която приравнява интересите на управлението с тези на акционерите за създаване на стойност.

Прехвърлянето на риск към финансовите и презастрахователните пазари също може да се използва ефективно винаги, когато цената за поемане на риск е по-висока от цената за прехвърляне на риск. Оценката на повечето стратегии за управление на риска и капитала се усложнява от факта, че те неизбежно опират до баланс или компромис между риск и възвръщаемост. Например, инвестирането в акции може да спести данъчни разходи и да доведе до по-висока възвръщаемост, но също така може да включва поемане на по-голям риск и следователно поемане на повече капиталови разходи. Възможността за количествено определяне на компромиса между риска и възвръщаемостта в стойността на компанията е критична съставка за ефективността на управление на риска и капиталите.

Стратегията за управление на капитала на застрахователя е от решаващо значение за дългосрочната финансова устойчивост на бизнеса. На високо конкурентни пазари за застрахователни премии и възвръщаемост на инвестициите, капиталът се очаква да постигне справедлива норма на възвръщаемост, но размерът на разполагаемия капитал определя нивото на платежоспособност на застрахователя.

В съвременната икономика най-критичната конвергенция е между финансите и застраховането или по-конкретно между корпоративните финанси и управлението на риска. За да се фокусираме върху анализ и оценка на риска за компанията, също така трябва да можем да анализираме и как тя набира своя капитал и обратното. Много от финансовите продукти и услуги, които предлагат застрахователите и другите участници на деривативните капиталови пазари, все повече си приличат и доближават един до друг по своята същност и приложни аспекти. Именно заради сходствата и приликата по между им се използва и терминът конвергенция. Избирайки правилната комбинация от капиталови инструменти и продукти за управление на риска, които дават достъп до капитал при възможно най-добрата цена, можем да максимизираме стойността на компанията. Застрахователните и капиталовите инструменти са все по-сходни, тъй като все повече се проектират така че да помогнат на компаниите да редуцират цената на капитала или да преразпределят капиталите си по-ефективно на база рисково-претеглена оценка. В научната литература по въпроса се приема, че финансовият мениджмънт трябва да преследва не друга цел, а именно максимализирането на

Докторант Вахан Ахаси Бохосян,  
катедра „Финанси и кредит“ при Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

стойността на фирмата. Корпоративното финансово управление е насочено към създаването на стойност за собствениците или акционерите на компанията (Prodanov, 2012).

Всичко това води до следните изводи:

- 1) Управленският финансов анализ се прилага от финансовите мениджъри при тяхната ежедневна управленска дейност, която е свързана с инвестиционни (капиталово-бюджетни) и финансови решения
- 2) Анализът и оценката на риска служат за осигуряване на информационната база за решаване на оптимизационните задачи, които поставят горните управленски проблеми
- 3) Оптималното решаване на финансовия и инвестиционен проблем не може да бъде постигнато без интегрирането им в единен критерий, свързан с максимализиране на фирмената стойност.

2. Регулаторен подход при финансов анализ на застрахователното дружество и въздействие на презастраховането

Редицата икономически кризи през изминалите няколко десетилетия наложиха необходимостта застрахователите и надзорните органи да предприемат мерки и да усъвършенстват из основи своите системи за контрол и управление на риска и капитала. Именно финансовите кризи са тези, които подлагат на тест и изпитания системите за управление на риска в цялата финансова индустрия. Волатилността на капиталовите пазари в комбинация с необичайните равнища на лихвените проценти, предизвиканите несъстоятелност и сътресения направиха управлението на риска и капиталите в застрахователните компании изключително трудоемка и деликатна материя през изминалите години. Но историята е затова, да се учим от нея. През тези финансови катаклизми банките съумяха определено да преминат и преодолееят по-безболезнено от застрахователите и причината затова може би се крие в урок научен добре много по-рано и на много по-висока цена. „Платежоспособност II“ е ключова както за застрахователната индустрия, така и за потребителите. Това е хармонизиран, прозрачен и базиран на риска надзорен режим. По време на предишния режим „Платежоспособност I“ от застрахователните компании не се изискваше да прилагат управление на риска, а националните регулатори не получаваха адекватна информация за рисковете и управленските проблеми, които имат компаниите. Това стана още по-очевидно с избухването на финансовата криза. Режимът засилва защитата на потребителите на застрахователни продукти чрез въвеждането на риск мениджмънт и изискване на пазарно оценяване на активите и пасивите на застрахователите.

Съпоставени двете директиви могат да бъдат анализирани и по своята различна перспектива към баланса на дружеството, а именно счетоводна и икономическа гледна точка, която отразява пазарната стойност и предвижда допълнителни буфери за защита на платежоспособността на дружеството. Ключова разлика е именно перспективата за оценка на активите и пасивите. Вместо счетоводна стойност, за целите на оценката на риска, е по-важна икономически ориентираната справедлива пазарна оценка. Коренно различният характер и същност на активите пасивите причинява редица проблеми, пред които застрахователите и техните надзорни органи са изправени. Макар и две

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

противоположни страни на една монета, активите и пасивите имат преки и косвени връзки помежду си които оказват влияние при оценката на риска. Ето защо е необходимо измерването на риска и от двете страни на баланса да е колкото се може по-съизмеримо и съпоставимо.

Посредством трансфера на риск застрахователните компании защитават от загуби на активи или доходи стопанските субекти от всички сектори на реалната икономика. Застрахователния сектор в повечето развиващи се и развити икономики е с нарастваща тежест във финансовата индустрия и нарастващо значение за икономиката (Yang, Li, Taron, Francis and Sun, Yiguo, 2006). Застрахователните компании са едни от големите институционални инвеститори, с все по-голяма тежест в инвестициите на капиталовия пазар (Sharpe, 2000) и на пазара на недвижимости. (Проданов С. , Икономиката и застрахователния пазар в България, 2020)

### 3. Риск мениджмънт в застрахователното дружество и трансфер на риск

Управлението на риска има за цел да оптимизира и подобри резултатите на компанията, нейната оперативна ефективност, корпоративно управление, адекватност и адаптивност към пазарните цикли и непредвидени събития, намаляване на цената на капитала, по-добро разпределение и хеджиране на риска, по-голяма защита за потребителите и повишаване богатството на акционерите, както и на последно място но не и по-важност намаляване вероятността от фалит и неплатежоспособност (Pablo Duran Santomil, 2020). От една страна застрахователните компании предлагат защита срещу повечето рискове на своите клиенти, но от друга страна самите застрахователи се нуждаят също от защита и управление на рисковете свързани с тяхната дейност.

Управлението на риска е структуриран, непрекъснат и развиващ се процес – в смисъл на наличие на отделни етапи, част от този процес, ясно разпределение на задълженията на хората, работещи по управлението на риска във и извън застрахователното дружество, и непрестанно търсене на възможни нови опасности и подходящи методи за управление на риска. Фокусът е върху риска на застрахователното дружество като възможност да бъдат реализирани загуби и неговото управление посредством методи, насочени към намаляване, контрол и финансиране на риска.

Принципно управлението на риска кристализира в идентифициране, анализ и предприемане на съответни мерки от съответната компания. Първо, рискът може да бъде избегнат – избягване на риска (risk withdrawal, risk avoidance). По отношение на застраховането в някои случаи избягването на риска от застрахователя е възможно и желателно, но това не може да бъде негова основна цел, защото по природа той е призван да осигурява защита срещу риска. Или предназначението на застраховането е да приема и управлява риска. Застрахователят по принцип поема отговорност за последиците от риска и респективно задържа риска – това е неговата дейност. Задържането на риска от застрахователното дружество следва да се осъществява в рамките на добре обосновани граници. В противен случай се поема непремерена отговорност. То трябва също да се прилага за съвкупности, които имат доказано трай-но положително развитие на риска. Задържането на риска от застрахователя се прави, като се избягват съзастраховането, презастраховането, цедирането в застрахователен пул, личното участие на застрахования, франшизът, възможността от изключване на рискове и обекти от покритието на полицата и други трансфери. Ключов въпрос е какво

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

и колко да се задържи като отговорност от дружеството и какво, колко и как да се трансферира, прехвърли в отговорност.

Застрахователните дружества разполагат със следните техники за трансфер на риска: съзастраховане, презастраховане, застрахователен пул и алтернативен финансов трансфер. Под трансфер, прехвърляне на риска, се разбира прехвърляне на отговорността за вредите, причинени вследствие на настъпването на риска. Съзастраховането (co-insurance) е най-старата и предхождаща презастраховането форма за прехвърляне и разпределение на ри-ска извън застрахователната съвкупност в пространството, времето и по същество. То е форма на застраховане, при която участват поне двама или повече застрахователи за осигуряване на застрахователна защита на даден обект или обекти при един и същ риск и при един и същ интерес (Гаврийски, 2001). Прехвърлянето на риска чрез съзастраховане е съществен инструмент за управление на риска на застрахователното дружество, тъй като има случаи, при които дружеството не е в състояние да поеме съответната застрахователна отговорност, т.е. няма нужния застрахователен капацитет. Поради това съзастраховането се определя и като процедура за разпределение, при която застрахованият риск е разпределен сред две или повече застрахователни компании, като всяка от тях поема отговорността за част от риска и има задължение директно към общия застрахован. За разлика от съзастраховането, което по принцип се прилага в рамките на отделните национални пазари, презастраховането е разпръскване на риска в международен мащаб. Презастраховането (reinsurance) е трансфер или цедиране на част от отговорността на застрахователя (цедента) по отношение на различните видове застраховки или класове бизнес (портфейли) на други застрахователни компании и/или професионални презастрахователни компании.

Презастраховането е изключително ефективен метод за управление на риска на застрахователното дружество и съответно важен фактор за финансовото състояние на застрахователя. Има се предвид една от най-съществените функции на презастраховането, а именно балансиране на отрицателните фактически отклонения на щетите от очакваните такива във връзка с развитието на риска. Тази функция се определя и като балансиране на застрахователния портфейл, което означава намаляване на техническия риск на застрахователя. Това важи особено за катастрофичните рискове и малките застрахователни съвкупности. Същевременно трябва да се подчертае, че големите отговорности на застрахователя обичайно се презастраховат. Презастраховането трябва да е и доказана необходимост (Андреева, 2010). Възможно е дадена съвкупност да не се презастрахова, което е показател, че тя за относително дълъг период е в добро финансово състояние. Обратно, ако една съвкупност е с прекомерно презастрахователно покритие – много ниско самозадържане, квотен договор, без клауза „участие в печалбата“ и други рестриктивни презастрахователни мерки, тогава е налице сигнал за наличието на опасност от евентуални финансови трудности при тази съвкупност. Принципно по-слабо платежоспособният застраховател се стреми към прекомерно презастраховане (Doff, 2007).

Управлението на капитала и управлението на риска са двете страни на една и съща монета. Но от друга страна и на теория и на практика корпоративните финанси ги третираат по отделно. Управлението на капитала се фокусира върху осигуряването на

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

оптимална капиталова структура - комбинацията между собствен капитал и дълг която да минимизира цената на капитала. В това се крие и основната задача пред финансовия директор. Управлението на риска обаче касае ролите на риск мениджъра и трейджъри мениджъра, които работят по отделно в застрахователния сектор и в банковия сектор или на капиталовите пазари и анализират операционните и финансовите рискове на фирмата. Чисто интуитивно всеки свързва капитала и риска въпреки това, заради множеството форми и източници на капитал в комбинация с бързо развиващите се техники за управление на риска, е естествено до определена степен да се третира като две различни теми.

Темата която засягаме е много комплексна и изисква по-задълбочен поглед върху финансовата теория и съвременната практика, поради което се опитваме да направим анализите по достъпен и разбираем начин за всеки с основни познания в областта на финансите и има няколко нови понятия, от друга страна, много от техниките и моделите които засягаме биха били интересни и на опитните финансисти в застрахователния сектор.

Конвергенцията на застрахователните и капиталовите пазари предлага значителни възможности за финансовите институции. Търсенето на нови хибридни продукти се дължи преди всичко на все по-нарастващия фокус върху максимизиране стойността на дружествата и богатството на акционерите и преминаване от традиционното управление на рисковете автономно един от друг към интегрирани модели за управление на риска. Процесът на конвергенция се стимулира от все по-стриктните счетоводни и регулаторни изисквания, от появата на нови рискове като тероризъм и кибер риск, както и от непрестанно повишаващата се концентрация на рисковата експозиция към катастрофични рискове (Cummins D. J., 2005). А от друга страна процесът се ускорява с помощта на напредъка в информационните технологии.

Бъдещото развитие на тези нови възможности е в проектирани по-поръчка, строго индивидуализирани според нуждите на клиента продукти и услуги. За целта трябва да се преодолеят няколко все още съществуващи бариери които затрудняват процеса, а именно – регулаторни и счетоводни изисквания, непознаване и не особена популярност на новите възможности, липса на широко приети модели за ценообразуване и отчитане. В последствие, резултатът ще бъде един по-ликвиден и динамичен финансов пазар, който ще позволи глобална диверсификация на рискове, секюритизации на портфейли и съществен риск трансфер, който да оптимизира капиталовата структура и намали необходимостта от иначе скъпия собствен акционерен капитал за дружествата.

#### 4. Морален риск и въздействието на конфликта принципал-агент

Фразата „морален риск“ първоначално е разработена в литературата на застрахователната индустрия преди повече от век, когато теорията на вероятностите тепърва предстои да се развие, за да опише положителна взаимозависимост между притежаването на застраховка и случаите на възникване на застрахователно събитие. Включването на думата „морален“ във фразата „морален риск“ има мощен риторичен характер, който е бил използван най-вече от застрахователи, за да повлияят на отношението на обществото към исковите за обезщетения. За разлика от тях, икономистите третираат моралния риск като идиом, който има малко, ако изобщо има

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

нещо общо с морала. Оттогава икономическата наука използва термина „морален риск“ за да разгледа ролята на стимулите в широкоспектърните от отношения между принципал и агент. За правилното функциониране на тези взаимоотношения агентът трябва да е достатъчно компетентен, за да взема правилни решения в точния момент, но ако агентът има различни интереси, които не са същите като тези на принципала, взаимната спогодба не работи добре. Наличието на информационна асиметрия в отношенията между работодателя и служителите е основната причина за съществуването на конфликта принципал-агент. Съвременната концепция за моралния риск предполага повече от корелационна зависимост и включва причинно-следствена връзка, че застраховката променя поведението на застрахованите и предизвиква щетимост.

Сред описаните в литературата възможни конфликтни ситуации и взаимоотношения са тези между Застрахователи и застраховани и застрахователи и презастрахователи. Моралният риск присъства във всички застрахователни сделки, включително презастраховането. Застрахователите избират портфейл от рискове, които да се поемат от презастрахователи. Освен това първичната застрахователна полица договаря условията на договора със застрахованите лица, включително какви техники за безопасност и намаляване на загубите трябва да се изискват като условие за застраховка. Когато възникнат искове, застрахователят урежда тези искове със своите притежатели на полици – застрахованите лица. Всяка от тези дейности е скъпа за застрахователя, но всяка от тях може да повлияе на честотата и тежестта на щетите. Ако застрахователят е презастрахован във висока степен, презастрахователят извлича полза от намаляването на загубите, но основната част от разходите все пак се поемат от застрахователя. За да се справи с този конфликт на стимули, презастраховането има договорени контроли. Тъй като много от конфликтите принципал-агент се разрешават в последствие, чрез последващо уреждане, презастрахователните договори могат да бъдат оценявани и на база постигнати резултати или ретроспективно (Doherty N. A., 2002). По този начин презастрахователната премия за всяка договорна година ще бъде повлияна от загубите от предходната година и може да бъде допълнително коригирана. Освен това дългосрочните и посреднически отношения са често срещани при презастраховането. Фундаментален принцип в презастраховането е „follow the fortunes“ или иначе казано презастрахователят следва съдбата на презастрахования. Това поставя репутацията на застрахователя(презастрахования) на изпитание, което допълнително го насърчава да предприеме контроли върху загубите.

Невъзможно е да се разреши конфликтът принципал-агент, но има механизми, които се използват за значително намаляване на последиците от този проблем. Целта на тези механизми е да рационализират действието на агентите, така че да има тясна връзка между техните действителни и очаквани действия. Това намалява разликата сред управленските действия и реализирането на интересите на принципалите.

Основен постулат в застрахователното дело е, че самата застраховка не променя вероятността от възникване на неблагоприятно събитие, а може само да смекчи финансовите последици от него. Въпреки това в икономическата теория се срещат и концепции, според които застраховането може наистина да въздейства и промени вероятността от настъпване на неблагоприятни събития, чрез феномен, известен като

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

проблемът принципал-агент (Baker, 1996). Проблем, който по своята същност увеличава вероятността от появата на неблагоприятни събития, заради стимулите и мотивите на самите застраховани лица (Heimer, 1985). Когато едно лице е застраховано, то е по-спокойно и не толкова предпазливо, за да избегне или предотвратят злополука, болест, кражба, пожар, ПТП или друг вид загуба по този начин не пряко, а косвено се увеличава честотата на щетимост. Застраховането само по себе си има и пряк директен ефект върху увеличаването на вероятността от настъпване на неблагоприятни застрахователни събития, като стимулира застрахованите лица сами да причиняват вреди и щети, за които са застраховани и в следствие да бъдат финансово обезщетени за това. На практика тази същностна характеристика на застраховането може да бъде сравнена с принципа на работа на заложна къща, в която дадено лице може да получи парични средства за притежаваните от него вещи.

В научната литература моралният риск се описва и като лош характер, а също така и като въпрос на вземане на рационални решения в отговор на стимули и вероятно поради това и не толкова морални (Heimer, 1985). Или иначе казано, моралният риск описва именно тези неморални мотиви. От друга страна застраховането по своята същност има социален характер и форма на взаимопомощ, която изисква колективна отговорност (Stone, 2003). Застраховането е сред основните механизми и инструменти на съвременното общество, чрез който редица проблеми и рискове биват до определена степен управляеми от човека и преди всичко от колективните действия и поведение.

Глава II: Презастраховането като стратегически инструмент за управлението на активите и пасивите на застрахователно дружество

1. Същност, възникване, философия

Презастраховането само по себе си е форма на застраховане. От юридическа гледна точка презастрахователният договор е вид застрахователен договор, със съответните атрибути и клаузи. Още от създаването на първата професионална презастрахователна компания ("CologneRe" – „Kölnische Rückversicherungs-Gesellschaft“) през 1846г. до ден днешен презастраховането играе основна роля за редуцирането и трансфера на риск при застрахователните компании, особено за катастрофични събития. Трансфер на риск се осъществява по три основни начина – диверсификация, хеджиране и застраховане. Неслучайно, понятието риск мениджмънт само по себе си възниква от академичните среди на застраховането. При хеджирането може да се намали и дори да се анулира риска, докато при застраховането може да се анулира риска, но остава възможността за реализиране на определена печалба. Въпреки че застрахователите могат значително да намалят застрахователния риск чрез диверсификация и управление на риска, остава значителен остатъчен риск и плащанията на застрахователите са твърде условни и със стохастичен характер. Един от най-важните инструменти за управление на риска от застрахователните претенции е презастраховането.

Развитието на застрахователната и презастрахователната индустрия отразява основните тенденции в индустриалните и търговски революции последните 700 години. По своята същност презастраховането е застраховка за застрахователни компании. Само чрез споделяне на част от техния риск с презастрахователите е възможно първичните застрахователи да предложат покритие срещу все по-високите и акумулирани рискове,

Докторант Вахан Ахаси Бохосян,  
катедра „Финанси и кредит“ при Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов



*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

пред които сме изправени днес и същевременно да поддържа цените на достъпни нива. Презастрахователите осигуряват покритие срещу всички видове рискове по целия свят. Рисковете се прехвърлят от физически лица и компании, чрез първични застрахователи към презастрахователя. Презастраховането позволява на презастрахованите да намалят изложеността си на риск и капиталовите изисквания за платежоспособност. Облекчаването на капитала позволява на застрахователите да записват повече бизнес, което предполага икономически растеж и спомага за създаване на финансова стабилност, която е ключова бизнес изграден на доверието.

Презастраховането е инструмент, който позволява на по-малките застрахователи да се конкурират с по-големите играчи на пазара, чрез трансфер на риск и постигане на ливъридж и капиталово облекчение. За да постигнат нужната платежоспособност, застрахователите биха могли да увеличат своята капитализация чрез набиране на нов капитал или чрез намаляване на риска чрез прехвърляне на част от него на презастрахователи. По този начин презастраховането играе ролята на заместител на капитала, а закупуването на презастраховане трябва да намали капиталовите разходи (Hoerger, 1990).

Презастраховането само по себе си можем да характеризираме с три основни функции:

- Капацитет – възможност за работа с по-високи лимити и рискови експозиции, конкуриране с по-големи застрахователи
- Стабилизация – на резултатите от дейността, преодоляване на риск от волатилност и извънредно високи и трудно предвидими загуби.
- Управление на финансови резултати – положителен ефект върху редица финансови показатели прилагани при финансовия анализ на застрахователната компания.

Тук е редно да посочим и една не толкова формална, но съществена функция на презастрахователните взаимоотношения, а именно възможността за получаване на управленски съвети и ноу-хау, било то от самите презастрахователи или дори от брокера посредник по съответния договор.

При оценка на ползите и разходите от дадено презастрахователно покритие или на цяла презастрахователна програма, цедентът трябва да вземе предвид не само преките разходи спрямо ползите от покритието на евентуални загуби, а и презастрахователните функции, които описахме по-горе. Основно съображение трябва да бъде финансовата стабилност и репутация на презастрахователя – ще може ли презастрахователят бързо да изплаща настъпили щети и претенциите по тях; ще бъде ли презастрахователят все още активен, за да изплати искове предявени и уредени след 5-10 години. Друга ключова особеност при оценката може да бъдат и допълнителните услуги, които предоставят презастрахователя и/или брокера.

## 2. Видове презастраховане и параметри на покритие:

Неслучайно се казва, че презастраховането е катализатор на икономически растеж. Презастрахователите абсорбират волатилността и извънредни сътресения, осигуряват ценен капиталов ресурс за реалната икономика и подпомагат превенцията на риска. Като институционални инвеститори презастрахователите осигуряват капитал за дългосрочен период в икономиката и създават стимули за рисково адекватно поведение. Чрез намаляване на риска и прехвърлянето на част от него на

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

презастрахователи, застрахователното дружество постига нужното ниво на платежоспособност без да се налага да набира нов капитал или да прибегва до други по-скъпи и не толкова ефективни финансови инструменти. Според нуждите и рисковия профил на застрахователното дружество и използвания стандартен или вътрешен модел за оценка на платежоспособността, зависи и точният и ефективен избор на правилният презастрахователен продукт.

Основаните видове презастраховане биват факултативно и облигаторно според обема на рисковете, а според принципа на покритието биват квотно(пропорционално) и непропорционално. Въпреки разновидностите при всички има една и съща основна цел, а именно да ограничат риска на застрахователното портфолио и да го предпазят от волатилност и финансови сътресения.

Съществуват множество видове презастрахователни инструменти, но ако трябва да класифицираме всички тях в няколко категории спрямо ключови параметри и показатели, то би изглеждало по следния начин:

**Според обема на поетите рискове:**

- Факултативно (facultative - certificates) – най-старата изначална форма на презастраховане, случай по случай, риск по риск
- Облигаторно (obligatory - treaties)

**Според принципа на покритие:**

- Пропорционално (proportional, pro rata – quota share, surplus)
- Непропорционално ( non-proportional, excess of loss - per risk, aggregate, stop loss)

**Според начина на записване на поетите рискове и отчитане на възникналите събития:**

- Договори, покриващи полици сключени през периода (Risk-Attaching)
- Договори, покриващи събития настъпили през периода (Loss-occurring)

**Според степента на специализация и степента на риск трансфер:**

- Стандартни традиционни договори (standard treaties)
- Структурирани решения ( structured advanced solutions)
- Финансово презастраховане ( financial reinsurance(fin re) - reinsurance capital transactions)

Всеки един от тези видове презастрахователни договори е целево предназначен да удовлетвори конкретни нужди на застрахователната компания. В повечето практически случаи презастрахователната защита на застрахователен портфейл не се ограничава до един вид презастраховане, но е организиран чрез комбинация от няколко метода за защита, или чрез структуриране на презастрахователна програма. Не съществува универсално решение за постигане на максимална ефективност, но в правилната комбинация и чрез структуриране на цялостна презастрахователна програма могат да се постигнат оптимални резултати.

Ако можем да характеризираме ключовите параметри за всеки един вид презастрахователно покритие, то можем да ги опишем като общи, валидни и за самите застрахователни договори и специфични такива, характерни за презастрахователните договори.

**Общи параметри:**

- Покрити рискове

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

- Изключения
- Период на договор
- Териториален обхват
- Лимит на покритие
- Премия

**Характерни параметри:**

- самозадържане или квота на цедиране,
- лейъри,
- единични и агрегатни лимити,
- възстановявания,
- комисион,
- презастрахователен маржин
- специфични клаузи като например: индексонна клауза, за нетиране на вземания, дефиниция за възникнало събитие, за предявяване на застрахователно събитие, за терминиране на договора, арбитражна клауза
- специално приемане(special acceptance)

Функция спрямо вид договор	Quota share	Surplus	XL per Risk	CAT XL	Aggregate Stop Loss
	PROPORTIONAL		NON-PROPORTIONAL		
Пряк Финансиращ ефект	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН
Повишен Рисков капацитет	НЕ ТОЛКОВА ЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН
Повишен премиен капацитет	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН
Катастрофично покритие	НЕ ТОЛКОВА ЕФЕКТИВЕН	НЕ ТОЛКОВА ЕФЕКТИВЕН	НЕЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	НЕ ТОЛКОВА ЕФЕКТИВЕН
Стабилизиране на резултата	НЕ ТОЛКОВА ЕФЕКТИВЕН	НЕ ТОЛКОВА ЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН	МНОГО ЕФЕКТИВЕН

*Таблица 1. Степен на ефективност на конкретни ключови функции за всеки един от основните видове презастрахователни договори.*

При пропорционално презастрахователно покритие (proportional, pro rata – quota share, surplus), за разлика от непропорционалните договори (excess of loss), основната функция е финансиращият ефект. В сравнение с пропорционалните, непропорционалните договори имат различни по своята същност функции и параметри. Неслучайно в една оптимална презастрахователна програма тези два основни вида договори се структурират по начин по който да се допълват един друг и да се извлекат максимални ползи.

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

За една застрахователна компания наличието на адекватна защита в много отношения зависи от това как е проектирана нейната презастрахователна програма. Използвайки характеристиките на портфейла на застрахователя, презастрахователят и/или брокерът посредник най-често могат да предложат и препоръчат конкретен вид договор. Но много рядко само един вид договор може да отговори и покрие всички нужди на цедента дори за конкретна линия бизнес. Основната цел на комбинирането на различни типове презастраховане е да позволи изработването на оптимална програма, която да отговаря конкретно и по мярка на нуждите на компанията. Всеки отделен вид презастрахователно покритие има, както преимущества така и недостатъци. Чрез комбинирането им те могат да се допълват взаимно и да се извлече максимална полза от техните свойства. За целите на счетоводното отчитане и коректна оценка на въздействието на презастрахователната програма е необходимо точно и ясно разграничаване на действието на договорите, да се избегнат неразбирателства относно кой договор се прилага най-напред.

Традиционните презастрахователни продукти се фокусират върху защитата от пикови извънредно високи рискове, като предоставят възможност за допълване на покритието с обикновено едно или две възстановявания (reinstatements). Въз основа обаче на исторически данни, опит в бизнеса и най-вече с настъпили събития и щети по тях, както застрахователите, така и презастрахователите установяват необходимостта от защита и на честота на събитията, а не само на техния размер.

В съвременните икономически условия на непрестанно усъвършенстване застрахователи и презастрахователи търсят решения за оптимизация на процесите в дейността си, повече възможности за избор, повторно използване на капацитета за покритие и вероятно ще видим в близо бъдеще нови презастрахователни инструменти, модификации по-условни по характер и с опции за многократно ползване.

За всички други случаи, в които традиционното презастраховане и традиционните договори не са достатъчни, се появяват новите хибридни еволюирани форми на договори, наричани структурирани решения или направени по мярка за конкретната компания и конкретните и цели и възможности. Те позволяват персонализиран подход според конкретната ситуация и структуриране на презастрахователната програма точно по специфичните нужди на компанията. Съчетавайки в себе си преимуществата на различни презастрахователни и дори финансови инструменти, спомагат за по-ефективно управление не само на риска, но и на капиталите на компанията.

Конвергенцията на финансовите и застрахователните (презастрахователните) пазари продължава да променя практиките и на двата традиционни пазара. Това доведе до създаването, усъвършенстването и развитието на нов клас активи – хибридните финансово-застрахователни инструменти. Ключовият движещ фактор в този процес на конвергенция е нарастващия фокус и приоритет върху максимизирането на богатството на акционерите и респективно стойността на самите компании като цяло. Сред основните фактори с пряко въздействие върху този процес можем да посочим несъвършенствата на пазарите, постоянно нарастващата акумулация на рискове и ръст на агрегираните експозиции във времето и разбира се регулаторните, данъчни, счетоводни и законодателни промени.

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

За да обосновем и изтъкнем преимуществата на конвергенцията между банковите и застрахователни финансови услуги, ще разгледаме част от съвременните иновативни продукти приложими в наши дни. За целите на изследването ще разделим продуктите в две основни категории:

- Алтернативен риск трансфер – еволюция на традиционните презастрахователни инструменти
- Деривативни инструменти с екзотичен базов актив – застрахователно-обвързани ценни книжа (insurance-linked securities - ILS)

Инструментите за алтернативен трансфер на риск не разширяват толкова много базата от наличен капитал извън съществуващите застрахователни и презастрахователни пазари, докато застрахователно-обвързаните ценни книжа позволяват достъп до целия глобален капиталов пазар. Безспорно алтернативните решения изпълняват своята ключова и ценна функция на пазара, но както предпоставя това съществено разграничение между двете категории, застрахователно-обвързани ценни книжа са следващо ниво в еволюцията. Те са заредени с огромен потенциал да трансформират пазара на инструменти за управление на риска отвъд застраховането и презастраховането, за да се развива нов клас активи, които да се търгуват на световните капиталови пазари (Cummins D. J., 2005).

Пазарът на инструменти за алтернативен трансфер на риск може да бъде разделен от своя страна в две под категории:

- Инструменти, които допълват или се препокриват със застрахователните и презастрахователни пазари – като например корпоративни модели на самозастраховане, каптивно застраховане
- Продукти, които разширяват или адаптират конвенционалните презастрахователни договори да покриват нови рискове или да окомплектоват съществуващи такива, но по иновативни начини.

Неслучайно основната цел на подобни финансови решения е използването им като източник на допълнителен условен капитал, а не риск трансфера, което от своя страна и се отразява положително на цената на самото покритие, която е по-ниска в сравнение с покрития с по-съществен на риск трансфер. Един от може би най-съществените аргументи в подкрепа на секюритизиране, вместо традиционното презастраховане, е, че много големи загуби могат да бъдат поети много по-лесно в няколко трилионен капиталов пазар, отколкото на няколко милиарден застрахователен пазар, особено когато тези рисковете обикновено не са силно и пряко свързани с възвръщаемостта на пазара.

### **3. Презастраховането като метод за управление на капиталите**

Презастраховането като инструмент за управление на капиталите на фирмата е изучавано и изследвано от икономическата наука, но приложението му и съпоставимостта му с другите капиталови и финансови инструменти е твърде бегло засегната от науката, а е пряко обект на актуален интерес за всяко застрахователно дружество и индиректно за всички нива от застрахованите лица, регулаторни органи, инвеститорите, и дори на ниво национална икономика. Презастраховането има вековна история. Използването на презастрахователните продукти по този начин като

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

инструмент за стратегическо управление на капиталите и капацитетът им на предлагане се разраства все повече в световен мащаб. Буквално всеки един презастрахователен договор в определена степен съдържа в себе си съответното ниво на капиталов ливъридж и притежава характеристиките на един вид условен капитал.

Презастраховането е един от основните инструменти за трансфер на риск – инструмент, който позволява на застрахователите да балансират своите резултати и да се конкурират с по-големите участници на пазара. Чрез намаляване на риска и прехвърлянето на част от него на презастрахователи, застрахователното дружество постига нужното ниво на платежоспособност, без да се налага да набира нов капитал или да прибегва до финансови инструменти. За постигане на заложеното целево равнище на коефициента на покритие доказано по-голям ефект има редуцирането на нивото на капиталовото изискване, където ключова роля играе именно нивото на презастраховане, вместо прибегване до пряко увеличение на собствените капиталови средства.

Повече презастраховане означава по-ниско ниво на самозадържане или с други думи поемане на по-малки рискове за сметка на застрахователя и цедиране на по-голям дял към презастрахователя. По-малко презастраховане е точно обратното, а именно застрахователят да носи изцяло за сметка на своя капитал по-високи нива на риск.

ПОКАЗАТЕЛИ	СОБСТВЕН КАПИТАЛ	ХИБРИДЕН (ПОДЧИНЕН) ДЪЛГ	ПРЕЗАСТРАХОВАНЕ
Цена	Висока	Висока	Ниска-средна
Срок	Постоянен	5-10 години	Променлив
Възможност за икономически растеж	Да	Да	Да
Увеличение на общия капитал	Да	Да	Да
Увеличение на капитал - ниво1	Да	Не	Да
Оптимизиране на капиталовата структура	Не	Не	Да
Риск от контрагента	Не	Не	Да
Трансфер на риск	Не	Не	Да
Стабилизиране на финансовия резултат	Не	Не	Да
Ливъридж	Намаление	Увеличение	Намаление
Разреждане на цена/печалба на акция	Да	Не	Не
Ликвидност	Да	Да	Зависи от типа презастраховане
Намаление на капиталовите изисквания	Не	Не	Да
Капиталов коефициент на платежоспособност (КИП - SCR)	↑	↑	↑↑

Таблица 2. Сравнение между презастраховане, собствен капитал и подчинен дълг.

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

В таблицата по-горе сме съпоставили основни характеристики и степен на въздействие на собствения, привлечения и презастрахователния капитал. Категорично се откроява преимуществото на презастраховането като капиталов инструмент.

Следва да се обърне внимание на двата основни лоста за управление на коефициента на покритие, а именно – увеличението на разполагаемия капитал (собствените средства) или намалението на нивото на изискуем капитал. Изборът на най-правилния подход метод и инструмент за управление на нивото на платежоспособност е изцяло отговорност и зависи от компетентността на мениджърския екип. За да постигнат нужната платежоспособност, застрахователите биха могли да увеличат своята капитализация чрез набиране на нов капитал или чрез намаляване на риска чрез прехвърляне на част от него на презастрахователи. По този начин презастраховането играе ролята на заместител на капитала, а закупуването на презастраховане трябва да намали капиталовите разходи (Hoerger, 1990). “Платежоспособност II” е базиран, не толкова на правила, колкото на принципи. С други думи, режимът посочва какво трябва да се направи, но не и как то да се постигне. Ето защо няма универсално решение или всеобщо валидна рецепта, но мениджърите трябва внимателно да анализират цената и въздействието на всеки един от инструментите които могат да използват върху повишаването на финансовата стабилност и стойност на управляваната от тях компания.

### Глава III: Проектиране на оптимална презастрахователна програма

#### 1. Добавената стойност на презастраховането

Дори в рамките на застрахователния сектор при оценка на компании, които записват различни видове бизнес, като например – застраховки живот, имущество, отговорности, гаранции, автомобилни, авиационни, морски и др. – ключовите фактори които движат цените на отделните акции могат да варират драстично. Въпреки че нито един ключов показател за ефективност не трябва да се разглежда индивидуално, някои съотношения предоставят по-отчетливи критерии в зависимост от вида на акциите. Например, популярните модели за оценка като съотношенията цена печалба (P/E) и оценка на доходността от дивиденди не са толкова уместни за застрахователните предприятия, колкото за други видове бизнес. В тази връзка, можем да очертаем няколко ключови критерия, показатели(KPIs) които да са в основата на оценяването на застрахователна компания, отчитайки ефекта на презастраховането, а именно:

##### 1. Нетна спечелена премия (Net Earned premium):

- Предназначена да защитава застрахователите от необичайно голям риск и представлява брунтните спечелени приходи от застрахователни полици, отчитайки динамиката в премийните резерви, намалени с всички разходи за презастраховане. Като разходите за презастраховане могат и варират в зависимост от апетита на дружеството към риск.

##### 2. Коефициент на разходите:

- Делът от нетната спечелена премия нужен да покрие разходите за придобиване на бизнес, за подписваческа дейност, за ликвидационни разходи е мерило за това колко ефективно ръководството управлява застрахователната компания. В съвременния високо конкурентен застрахователен пазар застрахователите трябва непрестанно да се стремят да оптимизират тези разходи.

3. Коефициент на щетимост:

- Сумата от преките и косвени разходи по застрахователни претенции, произтичащи от настъпили събития по поети рискове. Коефициентът на щетимост помага да се разкрият уменията на застрахователя като методичен и отговорен подписвач и до колко успява правилно да балансира съотношението между цена и риск за да осигури на рентабилност във времето. Една от функциите на презастраховането е именно да стабилизира резултатите от дейността, да ограничи волатилността от извънредно високи и трудно предвидими загуби.

4. Комбиниран коефициент:

- Това се постига чрез сумиране на коефициентите на разходите и на щетите. При комбиниран коефициент под 100% означава, че застрахователят реализира положителен технически резултат или иначе казано работи на печалба от застрахователната си дейност ( без да отчитаме ефекта на инвестиционната дейност). Колкото по-нисък е коефициентът, толкова по-малко зависим от инвестиционен доход е застрахователя, за да компенсира каквото и да е застрахователни загуби.

5. Покритие на капиталовите изисквания (SCR and MCR coverage ratio):

- В съответствие с регулаторната рамка Надзорните органи съблюдават строго за покритие на изискванията за капиталова адекватност от страна на застрахователните компании, за да гарантират, че могат да функционират и да изпълняват задълженията си към застрахованите лица, дори когато са изправени пред неочаквани загуби. От една страна покритието на капиталовите изисквания трябва да е колкото се може повече и по-високо от 100%, но от друга страна компаниите с прекалено високо ниво на покритие ще пропуснат възможността за постигане на по-висока възвръщаемост от инвестирането на тези капитали.

6. Съотношение цена/балансова стойност (Price/book ratio):

- Поради изключително високата непредвидимост и трудна прогнозируемост на застрахователите финансови резултати, съотношението цена/балансова стойност е по-подходящо от показатели като цена/печалба например. Съотношението цена/балансова стойност разкрива стойността на компанията в случай на фалит, ако бизнесът бъде изцяло ликвидиран и задълженията изплатени. При съотношение равно на 1, акционерите могат да очакват да си възвърнат не повече от балансовата стойност на активите. При съотношение по-високо от 1, се разкрива степента на изложеност на пазарен риск. За да се изчисли съотношението цена/балансова стойност, ни е необходима цената на акциите при последното затваряне на пазара, която разделяме на балансовата стойност на акция от последното отчетено тримесечие. По този начин може да се проследи и пряката зависимост и взаимовръзка на показателя с възвръщаемостта на собствения капитал (ROE).

7. Застрахователен марж (float):

- Отнася се до нетехническите печалби от трансакции, които застрахователите правят с паричните средства, които придобиват от премии, инвестирани за периода между плащането на премията и плащането на щетите. Крайната застрахователната печалба се изчислява чрез сумиране на нетехническия резултат от финансови операции и инвестиционна дейност заедно с техническия резултат от подписваческата дейност.



*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

След като калкулираме застрахователната печалба и я разделим на нетната спечелена премия, можем да получим т.нар. застраховател марж или флоут.

Великият Уорън Бъфет отделя ключово място и се фокусира върху “float” в годишните си писма към акционерите на “Berkshire Hathaway”, едни от най-четените документи във финансовата сфера. В обращението си към акционерите на холдинга през 2000 г. описва терминът флоут като парични средства, с които разполагаме и можем да инвестираме, но не притежаваме. За повечето застрахователи цената на флоут обикновено е няколко процентни пункта. Застрахователните операции на „Berkshire Hathaway“ обаче са толкова добре управлявани, че историческата цена на флоут всъщност е положителна, което означава, че Дружеството на практика получава пари, за да разполага с парите на други хора. Ако трябва да направим отново сравнение с банковата сфера, то тази ситуация е напълно аналогична по характер с отрицателни лихви по депозитите.

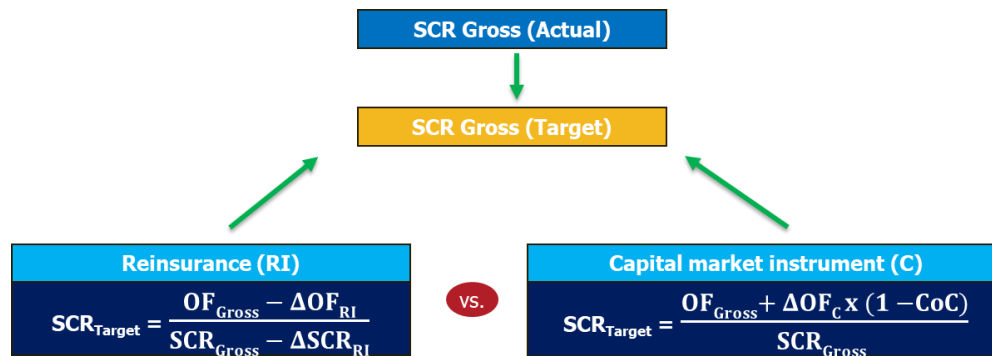
Презастрахователите придават стабилност на застрахователите, а те от своя страна осигуряват капитал на реалната икономика. Стойността, която презастрахователите създават за първичните застрахователи, които цедират своите рискове, е сравнително добре разбрана. Но едва наскоро стойността на презастраховането за самото общество като цяло, стана по-широко осъзната и оценена. Нарастващата честота и размер на големи катастрофични бедствия, независимо дали причинени от природата или от човека, все повече открояват ключовата роля, която презастрахователите играят като буферен защитен механизъм за глобалните икономика от резки шокови или стрес сценарии.

Презастрахователите са сред най-големите световни институционални инвеститори в акции, облигации и други класове активи, осигурявайки нужния дългосрочен капитал на икономиката, дават на компаниите необходимите средства и възможност за растеж и просперитет. Когато застрахователите записват нов бизнес, те поемат допълнителен риск. Способността им да записват бизнес е ограничена от два основни фактора, а именно разходите за придобиване на този бизнес и размерът на техния капитал. Когато застрахователят достигне лимита си по отношение на капитала, той може или да набере повече капитал, или да търси капиталово облекчение. Като алтернатива, разбира се, може да спре да пише нов бизнес или да намали съществуващия бизнес. Презастраховането предлага на застрахователите възможност да прехвърлят части от своя бизнес, срещу определена цена, като по този начин освобождават капитал и им позволяват да записват повече бизнес. Капиталовото облекчение е особено полезно за животозастрахователните компании, където първоначалните законови резерви, капиталовите изисквания за платежоспособност и комисионите могат да надхвърлят неколккратно премията за първата година за новозаписан бизнес. Презастраховането облекчава това напрежение върху капитала, като помага на застрахователите да изпълнят ролята си на осигуряване на защита и спестявания за крайния потребител.

От въвеждането на „Платежоспособност II“ през 2016г. до ден днешен, наблюдаваме тенденция за оптимизиране на капитала сред европейските застрахователи и презастрахователи. Тази тенденция е напълно логична, тъй като новата регулаторна рамка позволява на европейските застрахователи и

презастрахователи да разчитат, вместо на т.нар. твърд капитал (акционерен), на меки форми на капитала като очаквана печалба в бъдещи премии (EPIFP), акредитиви, издадени от банки, които средно имат по-нисък рейтинг от презастрахователите, и нетни отсрочени данъчни активи.

Както вече знаем, презастраховането засяга brutния размер на собствените средства, поради разходите за покритие и въздействието на презастрахователните възстановявания, като същевременно намалява рисковия марж. Едновременно с това, презастраховането също така намалява brutния размер на капиталово изискване за платежоспособност поради извършеното прехвърляне (трансфер) на риск и намаляване на нетната рискова експозиция на дружеството. В резултат коефициентът на платежоспособност ще се подобри, тъй като възможното намаление на капиталовото изискване обикновено е много по-голямо от намалението на собствените средства, в зависимост, разбира се от кредитния рейтинг на презастрахователя.



*Фигура 1. Съпоставка между презастраховане и капиталови инструменти за оптимизиране на капиталовото изискване за платежоспособност*

За сравнение, инструментите на капиталовите пазари увеличават коефициента на платежоспособност чрез увеличаване на собствените средства. Това увеличение на капитала обаче ще бъде намалено с цената на самите тези инструменти. Важно е да отбележим, че увеличаването на капитала с помощта капиталови инструменти обикновено е за по-дълъг период, отколкото при алтернативните презастрахователни договори. В много случаи те са за срок до 10 години. За съпоставимост приемаме, че сме разпределили общата цена на един инструмент на капиталовия пазар за целия срок и сме изчислили годишните разходи като промяната в собствените средства, умножена по цената на капитала. Следователно, за да бъде презастраховането (поне) толкова рентабилно решение от гледна точка на цедиращата компания, то трябва цената на презастраховането да е по-ниска от намалението в размера на собствените средства

Стойността, която носи на една компания решението на застрахователя да закупи презастраховане, може да бъде измерена само в мащаба на индивидуалните цели на тази компания. Въпреки че това може да изглежда като очевидно твърдение на пръв поглед, всъщност много компании изпитват сериозни затруднения и полагат потенциално противоречивите корпоративни цели. В конкретния случай за целите на изследването, основната задача е да се увеличи максимално пазарната стойност на компанията. Това е търговска цел, която е фундаментална за повечето публични компании. Докато презастраховането включва авансово плащане за обещание за условни плащане при евентуални загуби, то при собствения капитал и дълга е точно

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

обратното, където финансирането се предоставя предварително, а възвръщаемостта е условна. Така презастраховането влиза в ролята на истински заместител на капитала.

Сред основните преимущества на презастраховането пред останалите видове привлечен капитал е местоположението му в капиталовата структура. Много е трудно да се определи точното му местоположение, защото презастраховането прониква и се разпростира из цялата капиталова структура. Има го навсякъде, но никъде където да може да се определи с точност. На практика, много презастрахователни структури действат или за генериране, или за премахване на ливъридж и така могат да бъдат приспособени към развитите вече политики на дадена компания. Един от начините за намаляване на капиталовото изискване съгласно "Платежоспособност II" е чрез оптимизиране на презастрахователното покритие, което да намали нетната задържана рискова експозиция, а оттам и капиталовото изискване за платежоспособност.

## 2. Модели за оценяване на презастрахователни продукти

Презастраховането изначално е придружено от разход, представляващ цената за редуциране на риска. Но също така то освобождава рисково-базиран капитал, заради намалената рискова експозиция към възникването на потенциални щети. След като рисково-базирания капитал по своята същност е част от собствените средства на компанията, цената на капитала за подписвачески риск също ще бъде намалена.

Трансферът на риск от част от записания бизнес, дава възможност на застрахователя да поема повече и по-големи рискове в други линии бизнес, при който евентуалната крайна печалба би била по-висока. С помощта на презастраховането освободения обем от капитал, който не е обвързан да покрива вече трансферирания риск, може да бъде използван за реализиране на растеж, експанзия на определени линии бизнес или да бъде дори върнат на акционерите или заемателите.

Ключов момент при оценка на презастрахователните инструменти е преобръщането на инвестиционните паричните потоци и възвръщаемостта от тях. Инвестицията или сумата на презастрахователните възстановявания са условни и дължими в случай на настъпване на съответните застрахователни вредоносни събития, докато възвръщаемостта или иначе казано презастрахователната премия е дължима и платима предварително, независимо от каквито и да е условия. От друга страна поведението и цикличността на презастрахователните пазари също не са никак идентични с тези на капиталовите пазари. За разлика от дълговите и дяловите ценни книжа, емитирани от големи застрахователни компании, презастраховане може да се предлага от малък брой продавачи и пазарът да е много тесен. За някои класове и видове презастраховане може дори да бъде само един или едва няколко продавача, което означава, че на практика не съществува механизъм, чрез който анализите и проверките на хиляди инвеститори да придвижват цената на презастраховането към своята „справедлива“ стойност.

Ето защо с помощта на техниките за корпоративни финанси може да се изготви методология за икономическа оценка на покупката на презастраховане. Важно уточнение, което трябва да направим е, че за нашето изследване основа цел на дружеството е повишаване на пазарната ѝ стойност. Компанията може да направи това чрез максимизиране на нетната сегашна стойност (NPV) на операции по неговата среднопретеглената цена на капитала (WACC). Презастраховането може да засегне не

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

само оперативните парични потоци, но и самата цена на капитала. Самата идея и рамката за NPV-анализ обединява въпросите за оценката около стабилността на печалбите и капиталовите облекчения и е подходяща както за къси, така и за дълги застрахователни линии бизнес.

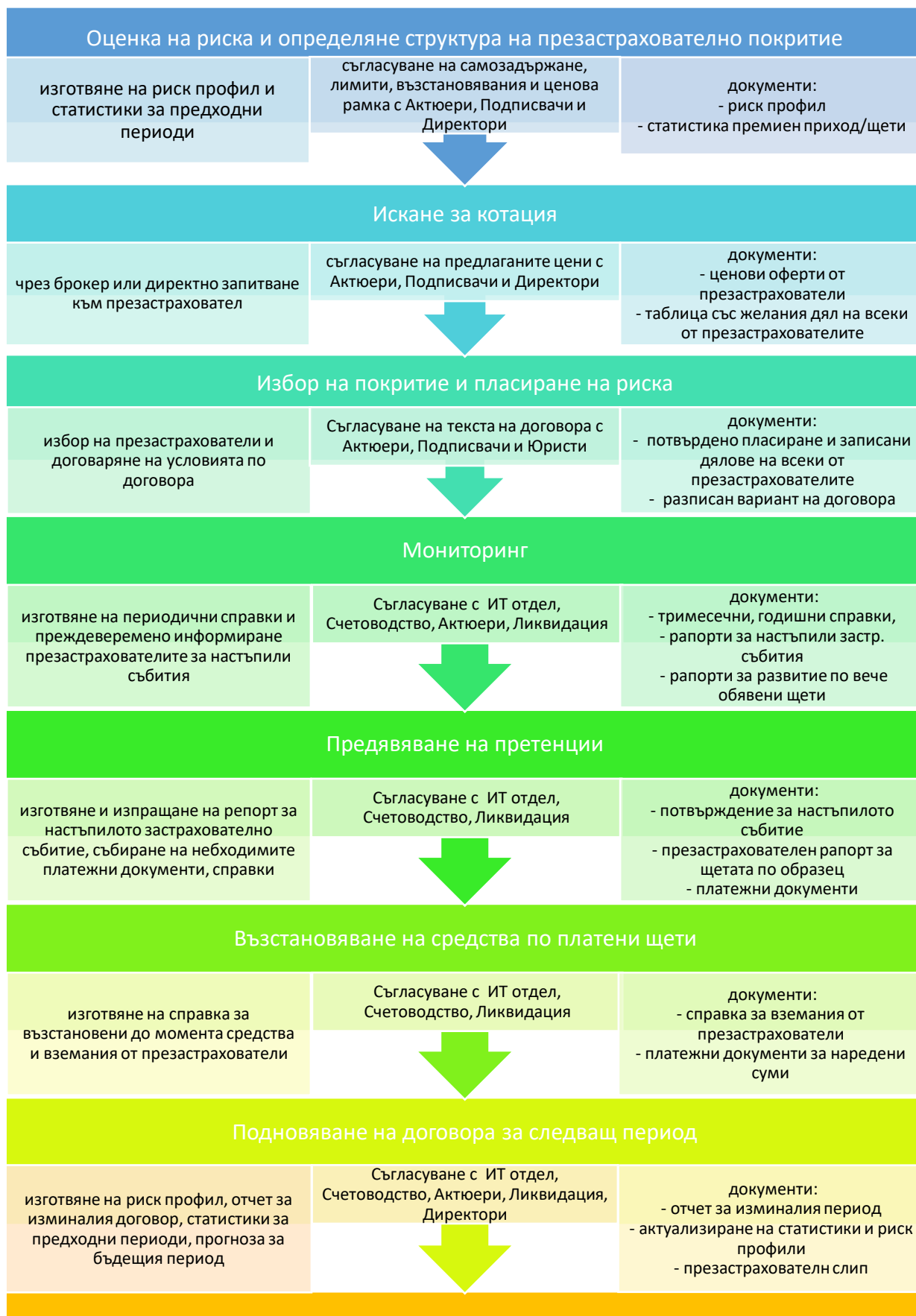
В практиката често се стига до дилемата и намирането на баланс между два модела на оценка и определяне на справедливата тарифна ставка, а именно базирана на експозиция или на история на щетимост (*exposure or experience based rating of premiums*). Анализ базиран на постигнатите резултати в същност ревизира историческите данни на компанията, отразявайки текущото ѝ състояние за да се прогнозира възможните щети за бъдещия презастрахователен договор. Целта е да се изготви обективна реалистична прогноза за щетимостта по един бъдещ презастрахователен договор, калкулирайки крайният размер на дела на презастрахователя в потенциалните щети, разделен на обема на предвидената презастрахователна премия касаещ съответния договор. Това обаче е прогноза, която се основава на т.нар. "burning cost" или реалната крайна цена или разход за презастрахователя по договора. За да получим този разход, е нужно да изчислим на база историческите данни дела на презастрахователя в щетите (платени и висящи) и ги разделим на платените премии на презастрахователя (общо текущи и изравнителни вноски). Показателят „burning cost“ е ключов и фундаментален за този анализ, като с негова помощ историческите данни се екстраполират за бъдещ период от време.

3. Основни етапи в процеса на оптимизиране на презастрахователната структура за повишаване стойността на застрахователната компания

Презастраховането е непрекъснат бизнес процес в постоянна трансформация. Остана в историята, времето, когато инструментариумът на презастрахователите беше ограничен до това, което днес се нарича „традиционно“ презастраховане. Алтернативният риск трансфер, структурирано или финансово презастраховане, вече не са модерни изрази, те се превърнаха в общ език между застрахователи и презастрахователи. Вече сме в състояние да надградим анализа на въздействието на презастраховането върху финансовите резултати като включим и активи, позволяващи анализ на целия застрахователен цикъл. Анализ на цялостното представяне на застрахователната компания, използвайки съвременни модели и техники за управление на активи и пасиви (Asset Liability Management) и динамичен финансов анализ (Dynamic Financial Analysis). А един от ключовите аспекти на модела за управление на активи и пасиви е оптимизиране на презастрахователната програма за максимизиране на възвръщаемостта на капитала и минимизиране на нестабилността на резултатите от дейността.

На следващата графика онагледяваме самия практически процес по сключване, управление и подновяване на един презастрахователен договор, описващ всеки един от етапите и съпътстващите го дейности, съгласувания и коопериране между различни отдели в компанията.

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*



Фигура 2. Процес по сключване, управление и подновяване на презастрахователни договори

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

Съвременният презастрахователен мениджър трябва да съумее да балансира в работата си много различни интереси. Най-сериозни и важни сред тях са поставените от собствениците на компанията изисквания за риск и възвръщаемост, и изискванията за очакванията на застрахованите лице за сигурност на техните покрития. Проблемите с избор на точни показатели за ефективност на дейността и постоянно нарастващия брой на достъпни презастрахователни и капиталови инструменти все повече усложняват процеса на вземане на решения.

Промяна в презастрахователната програма, комбинирана с подходяща корекция в използването на рисково базиран капитал за други цели като например инвестиционна дейност може да създаде добавена икономическа стойност: по-голяма възвръщаемост при същите нива на риск или запазване на нивата на възвръщаемост, но при по-нисък риск. За тази цел ще систематизираме конкретни стъпки за реструктуриране на съществуваща презастрахователна програма за постигане на оптимални резултати.

- *Анализ на нуждите и възможностите*

Ако презастраховането трябва да се използва като инструмент за стабилизиране и/или подобряване на финансовите резултати, неговите цели и приемливото ниво на риск трябва да бъдат посочени по отношение на конкретни позиции в счетоводния баланс, отчета за приходите и разходите (ОПР), отчета за собствения капитал(ОСК), или отчета за паричните потоци(ОПП).

Изготвянето на прогноза за вероятността на резултата от застрахователната дейността или нетните спечелени премии изисква разработването на адекватни модели за оценка. Но дори и при наличието им, това представлява сериозно предизвикателство за повечето експерти да вземат решение, като разгледат разпределението на brutния и нетния технически резултат от дейността за различни презастрахователни програми. Изборът на измерителите за риск (дисперсия) и възвръщаемост (медиана), които най-точно отразяват намерението на ръководството, е от решаващо значение за създаване на най-подходящата за конкретната ситуация и вид бизнес презастрахователна програма.

- *Изготвяне на модел за оценка на презастрахователното въздействие*

След като целите са формулирани, следва конструирането на модел за количествено определяне на риска и оценка на въздействието на дадена презастрахователна програма. В основата на модела е оценката на застрахователния подписвачески риск. Това е компонентът от общия риск за дружеството, върху който презастрахователната програма оказва най-голямо и пряко въздействие.

Всяка загуба също има присъщ модел на плащане във времето, който определя кога се очаква да настъпят действителните плащания по регистрираните претенции. Необходимо е да се прогнозираят премии и тяхната събираемост във времето, както и потенциалът да не бъде достигната прогнозната сума. Независимо от това, обемът на премиите трябва да бъде свързан с рисковата експозиция и такива зависимости да бъдат включени в модела.

- *Оценка на риска и нужния капитал за неговото покритие*

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

Сега, когато разполагаме с модел, е лесно да се определи риска. И по конкретно определяне на възможните загуби от настъпване на рисковете и вероятността за тяхното настъпване, разглеждане на взаимовръзките между рисковете, приоритизиране на рисковете и вземане на решение за подход - кои рискове ще бъдат „приети“ и срещу кои рискове ще бъдат прилагани методи за управление и ограничаване. Ако можем да обобщим и опишем накратко целия процес то след като са идентифицирани капиталовите нужди на дружеството, анализ и избор на съответните методи и инструменти, които да бъдат имплементирани и в резултат да се прецени каква част от рисковете да бъдат задържани и каква част от тях прехвърлени. Ключово при този интегриран анализ е изключително ефективното приложение на презастраховането, както при трансфер на риск, така и при нужда от условен капитал, който да покрие прехвърлените рискове.

- *Калкулиране на цената на капитала и оценяване нужното презастрахователно покритие*

Каква е цената на собствения капитал да бъде предоставен? Това е възвръщаемостта, която акционерите очакват от своята инвестиция. Един традиционен начин за оценка на тази цена на собствения капитал е моделът за оценка на капиталовите активи (CAPM), който гласи, че инвеститорът очаква рискова премия над безрисковия процент, който е обвързан с общата пазарна възвръщаемост и диверсификационният ефект на инвестицията. Тъй като рисковият капитал на застрахователната компания е инвестиран и носи доходност, истинската цена за използване на собствения капитал като рисков капитал е разликата между цената на собствения капитал и възвръщаемостта на инвестициите на компанията.

- *Оптимизиране на структурата*

Риск мениджърите и дори изпълнителните директори на повечето застрахователни компании изказват ясни становища относно рисковия апетит на управляваното от тях дружество. Но в много редки случаи се среща анализ на зависимостта и въздействието на структурата на презастрахователната програма пряко върху показателите за склонност към риск и обратното. Трябва да има ясна взаимовръзка между двете.

Сравнявайки констатациите от симулациите и по-рано, посочените цели на презастрахователната програма, ясно виждаме, че има място за подобрение в конкретния случай, а именно:

- В момента компанията купува твърде много презастраховане като цяло спрямо своето ниво на толерантност към риск. Има голямо количество от икономически коригиран капитал, който е понастоящем „неизползван“ и следователно е наличен за използване като рисков капитал.
- По отношение на изглаждането на годишните резултати от застрахователната дейност (технически резултат), настоящата структура е все още неефективна поради непропорционалния характер на видовете договори. По-нататъшни подобрения в тази посока може да се постигне чрез използването на алтернативни или финансови механизми за пропорционално прехвърляне на риск.

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

- Има неизползван потенциал за диверсификация на портфолиото.

В резултат на тези наблюдения, можем да изведем следните препоръки:

- Намаляване количеството на непропорционално презастраховане за линиите бизнес, в които презастраховането не е капиталово ефективно. Поемайте повече риск във всеки сектор – въздействието върху цялостния портфейл ще бъде много малко.
- Използване диверсификацията, която е присъща на портфейла, като комбинирате презастрахователни покрития от различни линии на бизнес в един договор.
- Стабилни годишни резултати с помощта на договаряне на нови многогодишни договор с правилно калкулиран риск трансфер и финансови характеристики.

Съчетанието на ефективно презастраховане с правилна преценка за склонност към риск и нива на самоучастие и оптимална капиталова структура, носят по-високо ниво на защита от големи трудно предвидими загуби и същевременно по-висока възвръщаемост на собствения капитал.

Оптимизирането на презастраховането се изразява в оптимизиране на структурата на презастрахователните договори и правилното съчетаване и допълване на договорите в цялостна презастрахователна програма. От своя страна оптимизирането на структурата на договорите и на програмата се изразява в промяна на основните параметри на договорите, а именно – лимити, самоучастие, възстановявания, покрити рискове, изключения, комисион и др. Като с най-съществено значение са лимитите и самоучастието, които да бъдат коригирани въз основа на конкретните цели и възможности на застрахователното дружество изцяло в контекста на текущото състояние на пазара и ограниченията на капиталовите изисквания.

Добавената стойност на презастраховането можем да изразим като компромис, като баланс между загуба по отношение на приходи и разходите и печалба по отношение на капиталовите изисквания за платежоспособност, тъй като най-често(не винаги), презастраховането има отрицателно въздействие върху финансовия резултат, но положително въздействие върху нивото на разполагаемия капитал.

Първите, които засягат проблема за оптимизиране на презастраховането са Карл Борк и Кенет Ароу, като от 60те години на миналия век до днес теоретичните концепции не само се множат но и развиват (Borch, 1960) (Arrow, 1963). Първоначално проблемът се е разглеждал само от страна на застрахователя и за конкретен договор и инструмент от презастрахователната му политика, вместо за цялостен анализ върху презастрахователната програма и взаимодействието на различните договори по между им. За да покрие моралния риск, който поема, презастрахователят има за цел при тарифиране на търсеното покритие да определи размер на премията достатъчен и по-голям от увеличението на риска, който ще поеме. От друга страна за да бъде договорът приемлив и привлекателен и за застрахователя, то премията по него трябва да е по-ниска от намалението на риска в резултат на неговото трансфериране. Интегрирайки двете условия в едно опростено неравенство, то би изглеждало по следния начин - Увеличението в риска за презастрахователя трябва да е по-малко от премията по



*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

договора, а тя от своя страна да е по-малка от намалението в риска за застрахователя или с други думи увеличението в риска за презастрахователя трябва да е по-малко от намалението в риска за застрахователя. За целите на решаване и изпълнение на неравенството, трябва да се вземат предвид условията на двете страни и защитата от морален риск, присъща за подобен вид взаимоотношения.

Въпреки, че са добре познати за научната литература основните ограничения на този модел са често пренебрегвани от анализаторите, а именно:

- Превенция на морален риск
- Диверсификация на риска за презастрахователя
- Постигане на баланс между цена и цедиран риск за застрахователя

От гледна точка на презастрахователя, с подписване на договора за покритие, той ще подобри своето финансово състояние и същевременно ще постигне намаление в общия глобален риск при правилно тарифиране на премия коректно отчитаща поетия риск. Застрахователят от своя страна ще постигне облекчение на капиталовите си изисквания в размер по-голям от този на задължението по презастрахователния договор, което ще му позволи да бъде по адаптивен в ценовата си политика и да бъде по-конкурентоспособен на пазара.

## **Заклучение**

От казаното дотук и вземайки предвид тези важни съображения, затвърждаваме тезата, че чрез оптимизиране на нивата на презастраховане и в повечето случаи при закупуване на допълнително презастраховане може да се постигне повишаване на стойността на застрахователната компания в резултат на понижаване на регулаторните капиталови изисквания за разполагаеми собствени средства и/или капиталови облекчения и намаляване нуждата от набиране на допълнителен акционерен капитал или подчинен дълг. Презастрахователният мениджър има изключително важна роля за включването на презастрахователен капитал в структурата на финансиране на фирмата по начин, който подобрява крайния технически резултат. Сред основните преимущества на презастраховането пред останалите видове привлечен капитал е местоположението му в капиталовата структура. Много е трудно да се определи точното му местоположение, защото презастраховането прониква и се разпростира из цялата капиталова структура. Има го навсякъде, но никъде където да може да се определи с точност. Презастраховането е уникален по рода си инструмент за управление и на рентабилността, и на волатилността, и на платежоспособността на компанията - три ключови финансови параметри, на база на които трябва да се взимат всички управленски решения. Ето защо презастраховането трябва да бъде обвързано с ключовите показатели за ефективност на дейността на дружеството. За да се извлече максимална полза, фокусът трябва да се отклони от разглеждането на покритие за единични рискове или събития към преглед на целия портфейл, върху презастрахователната програма като цяло и взаимодействието на различните договори по между им.

Стойността, която носи вземането на решението на застрахователя да закупи презастраховане, може да бъде измерена само според и по скалата на индивидуалните цели за развитие на съответната компания. Макар че това може да изглежда като

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

очевидно твърдение на пръв поглед, всъщност много компании изпитват трудност при ясното формулиране на конкретни потенциално противоречиви корпоративни цели. Докато презастраховането включва авансово плащане за обещание за условни плащане при евентуални загуби, то при собствения капитал и дълга е точно обратното, където финансирането се предоставя предварително, а възвръщаемостта е условна. Така презастраховането влиза в ролята на истински заместител на капитала.

Презастрахователната програма може да бъде структурирана по различни начини, така че може да бъде съобразена с конкретните нужди и цели на една застрахователна компания. За сметка на това, дълговите капиталови инструменти не са толкова гъвкави, а това няма как да бъде остойностено в моделите за цена на капитала. Един от ключовите аспекти на модела за управление на активи и пасиви е именно оптимизиране на презастрахователната програма за максимизиране на възвръщаемостта на капитала и минимизиране на нестабилността на резултатите от дейността.

На практика всеки един презастрахователен договор в определена степен съдържа в себе си съответното ниво на капиталов ливъридж и притежава характеристиките на един вид условен капитал. В съвременните икономически условия на непрестанно усъвършенстване застрахователи и презастрахователи търсят решения за оптимизация на процесите в дейността си, повече възможности за избор, повторно използване на капацитета за покритие и вероятно ще видим в близо бъдеще нови презастрахователни инструменти, модификации по-условни по характер и с опции за многократно ползване. Именно тези комплексни структурирани многогодишни/мултирискови презастрахователни продукти олицетворяват еволюцията в презастраховането от конвенционални ежегодно подновяеми договори към такива, които защитават презастрахования срещу по-широк набор от рискове.

Ако можем да обобщим най-важното за тези нови форми на презастраховане с фокус върху постигане на финансови ефекти и управлението на капиталите, то това са възможностите за създаване на допълнителни свободни активи, подобряване признаването на печалбата и повишаване качеството на капитала. С други думи, планиране с по-голяма сигурност и/или по-нисък риск чрез налично финансиране на конкурентно приемлива цена. Презастраховането е процес, бизнес в непрестанна трансформация. А при всяко едно професионално бизнес оценяване е необходим комплексен системен подход и изследване на дейността на дружеството на няколко нива, започвайки от подписваческата дейност, през актюерските изчисления и финансово счетоводната информация, ликвидационните практики и стигайки до техниките на презастраховане и риск мениджмънт.

### **III. Насоки за бъдеща изследователска работа по темата**

Крайните резултати от проведеното дисертационно изследване дават много добри и разнообразни перспективи за провеждането на допълнителни проучвания по проблемите, засегнати в дисертационния труд. Основна предпоставка за тях е наличието на относително малък брой задълбочени теоретични и емпирични изследвания по специфичната материя за оптимизиране на презастрахователната програма и ефектите от нея върху стойността на застрахователната компания. Поради това е възможно да бъдат добавени нови щрихи към

Докторант Вахан Ахаси Бохосян,  
катедра „Финанси и кредит“ при Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

*Автореферат на дисертация на тема:  
Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане  
като инструмент за управление на капиталите*

академичния дебат и практическите решения в областта на управлението на капиталите и презастраховането.

#### **IV. Справка за научните и научно-приложни приноси в дисертационния труд**

На база на направените проучвания, анализи и обобщения в настоящата дисертация могат да се изведат следните по-важни резултати и научни приноси, до които авторът е достигнал в процеса на изследването:

- Обоснована е актуалността на проблематиката в контекста на съвременните регулаторни изисквания и режими на счетоводно отчитане на застрахователната дейност.
- Изследването сравнява собствения капитал с допълнителни подчинени хибридни дългове и презастраховане по редица показатели като цена, риск трансфер, риск на контрагента, ликвидност, въздействие върху разполагаемия капитал и регулаторните капиталови изисквания, влияещи върху капиталовата структура, възможността за икономически ръст, изглаждането и стабилизирането на финансовия резултат спрямо отделните отчетни периоди, което е и сред основните предназначения и цели на презастраховането.
- Посочват се практически приложими аспекти на ползите от презастраховането за капиталовата адекватност и финансово състояние на застрахователните дружества.
- Разглеждат се особеностите при финансов анализ на застрахователно дружество и различните гледни точки към капитала на дружеството.

#### **V. Списък с публикациите на докторанта**

Бохосян, Вахан. Презастраховането като инструмент за управление на риска. Научен доклад за конференция „Икономиката на България – 30 години след началото на промените“ посветена на 75 години Съюз на учените в България. Публикуван и в печатно издание.

Бохосян, Вахан. Презастраховането като стратегически управленски капиталов метод. Научна статия представена на Докторантска научна сесия 2020г.

Бохосян, Вахан. Оценка на въздействието и развитието на индустриалните логистични паркове. Научен доклад за Научна конференция "Логистиката и обществените системи", организиран и проведен от Национален военен университет „Васил Левски“.

Бохосян, Вахан. Морален риск и въздействие на конфликта “принципал-агент” в застраховането. Научна статия представена на Докторантска научна сесия 2021г.

**VI.   Справка за съответствие с националните изисквания по  
Правилника за приложение на Закона за развитие на  
академичния състав в Република България**

Национално изискване в брой точки: 30

Брой доклади, публикувани в нереферирани списания с научно  
рецензиране, или публикувани в редактирани колективни томове: 3 бр.

Брой точки за автора: 40

**VII.   Декларация за оригиналност и достоверност**

Дисертационният труд в обем от 170 стр. под заглавие „Повишаване стойността на застрахователната компания чрез презастраховане като инструмент за управление на капиталите“ и представлява собствена научна продукция на автора. В него са използвани авторски идеи, текстове и визуализация чрез графики, схеми, таблици и формули, като са спазени всички изисквания на Закона за авторското и сродните му права чрез надлежно цитиране и позоваване на чужда авторска мисъл, както и данни, включително:

1. Постигнатите в дисертационния труд резултати и изведени приноси са оригинални и не са заимствани от изследвания и публикации, в които авторът няма участия.
2. Представената от автора информация във вид на копия на документи и публикации, лично съставени справки и др. съответства на обективната истина.
3. Научните резултати, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са надлежно и подробно цитирани в библиографията.

**Дата 06.01.2023г.**

**Докторант: .....  
/ Вахан Ахаси Бохосян/**