



## СТАНОВИЩЕ

от член на научно жури

за придобиване на образователна и научна степен „доктор” по обявена процедура от  
Икономически университет – Варна

### 1. Обща информация

Становището е от проф. д-р Станислав Димитров Петков, професор във Висшето училище по застраховане и финанси – София на дисертационен труд за присъждане на образователната и научна степен „доктор” в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, Професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма „Финанси“.

Автор на дисертационния труд е Милена Димитрова Бенева. Темата на дисертационния труд е „Зелените инвестиции на частните пенсионни фондове”. Трудът е представен на български език. Научен ръководител е доц. д-р Стоян Киров.

Със заповед № РД-06-55 от 23.05.2023 г. на зам.-ректора на Икономически университет - Варна по НИДРК съм определен за член на научното жури за осигуряване на процедура за защита на дисертационен труд на тема „Зелените инвестиции на частните пенсионни фондове” за придобиване на образователната и научна степен „доктор” в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, Професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма „Финанси“. Автор на дисертационния труд е Милена Димитрова Бенева.

С решение на научното жури от 13.06.2023 г. съм определен за изготвяне на становище на трудовете на докторанта в рамките на настоящата процедура.

Предадените от докторанта Милена Бенева материали включват следните:

1. дисертационен труд;
2. автореферат на дисертационния труд;
3. справка за изпълнението на минималните национални изисквания за придобиване на образователна и научна степен „доктор” в професионалното направление 3.8. Икономика.



## 2. Общо представяне на дисертационния труд

Дисертационният труд е в обем 284 страници. От тях 227 страници е основен текст. 57 страници са използвана литература и приложения. Работата е структурирана в Съдържание, Използвани съкращения, Увод, Три Глави, Заключение, Литература и Приложения. В изложението са включени 83 илюстрации - 39 таблици, 39 фигури и 5 графики. Библиографията включва 418 източника, от които 57 на кирилица, 342 на латиница и 19 страници в интернет.

Техническите изисквания за изготвяне на дисертационен труд са напълно спазени от докторанта.

В увода на дисертацията авторът е обосновал актуалността и значимостта на темата.

На стр. 7 докторантът формулира тезата на работа, а именно „...екологичното измерение на инвестиционните политики на доброволните пенсионни фондове в България допринася за по-обхватното оценяване на рисковете и по-доброто представяне на техните портфейли“. Авторът коректно обосновава защо изследването се фокусира върху доброволните пенсионни фондове в България.

Първа Глава е озаглавена «Съвременна трактовка на зелените инвестиции». Обемът на Първа Глава е 58 страници. Тази част от изследването е структурирана в три точки. Разгледана е еволюцията на устойчивото и отговорно инвестиране, развитието на разбирането за зелени инвестиции. Анализират се финансовите инструменти за зелено инвестиране. Изследва се мястото на ESG факторите в инвестиционния процес.

Втора Глава е с наименование «Зелените решения на пенсионните фондове». Обемът на Втора Глава е 74 страници. Тази част от изследването е структурирана в три точки. Разгледани са факторите за развитие на зелените инвестиции сред пенсионните фондове. Анализира се портфейлната алокация на пенсионните фондове в зелени активи. Изследват се българските измерения на зелените портфейли.

Трета Глава е със заглавие «Портфейлно оптимизиране на пенсионните фондове в България». Обемът на Трета Глава е 83 страници. Тази част от изследването е структурирана в три точки. Извършен е анализ на основата на MV оптимизационни решения за пенсионните фондове в България. Приложен е UPM/LPM модел за портфейлна селекция. Направен е сравнителен анализ и е потърсено оптимално решение на основа на резултатите от UPM/LPM модела и MV подхода. Анализирани са възможностите за по-успешна екологизация на портфейла на пенсионните фондове в България.

Изследването завършва със Заключение. Заключениеето напълно съответства на извършеното изследване и изведените изводи от докторанта.

На основа на така представения дисертационен труд с убеденост мога да приема, че изследването представлява значима разработка на избраната тема.



Така представения дисертационен труд ми дава пълни основания да приема, че дисертационният труд на докторанта Милена Бенева съдържа научни и научно-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката.

Дисертационният труд показва, че докторантът Милена Бенева притежава задълбочени теоретични знания по съответната научна област и способности за самостоятелни научни изследвания.

### **3. Публикации и участие в научни форуми**

Представени са пет публикации по настоящата процедура. Публикациите на докторанта Милена Бенева напълно съответстват на темата на дисертационния труд.

### **4. Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд, мнение относно коректността на автореферата на дисертацията и лексикалната и стиловата характеристика на дисертационния труд**

Дисертационният труд и авторефератът на дисертацията напълно съответстват на възприетите изисквания за структура и съдържание на подобен род научни разработки. Би могло авторът да избягва употребата на чуждици, които имат съответните думи на българския език.

### **5. Идентифициране и оценяване на научните и научно – приложните приноси в дисертационния труд**

На стр. 35 от автореферата докторантът формулира пет приносни моменти на дисертационния труд. Напълно приемам за приноси така формулираните от автора.

### **6. Констатирано или неконстатирано плагиатство в дисертационния труд и автореферата**

Мнението ми е, че липсва плагиатство в дисертационния труд и автореферата. Мога да направя извод, че изследването, критичният анализ, изводите, приносните моменти са изцяло дело на докторанта Милена Бенева.

### **7. Критични бележки и препоръки**

Нямам съществени критични бележки и препоръки.

Препоръчвам на докторанта Милена Бенева да издаде дисертационния си труд, тъй като той ще бъде полезен както за практиката, така и за теорията в областта на зелените инвестиции и инвестиционните политики на допълнителните пенсионни фондове.

Препоръчвам на докторанта Милена Бенева да продължи изследванията си в областта на зелените инвестиции и дейността на допълнителните пенсионни фондове.



## 8. Въпроси към дисертанта

Бих задал следните въпроси към дисертанта:

1. Доказват ли тезата на дисертацията инвестиционните резултати на скандинавските пенсионни фондове, които са сред лидерите по зелени инвестиции в своите портфейли?
2. На какво се дължи според докторанта доминиращата стратегия в Европа от негативен скрининг сред глобалните SRI инвестиции спрямо САЩ, Канада, Австралия и Азия?

## 9. Заключение

Дисертационният труд *съдържа научни, научно-приложни и приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката* и отговаря на всички изисквания на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ) и Правилника за прилагане на ЗРАСРБ. Представените материали и дисертационни резултати съответстват в *пълна степен* на специфичните изисквания на Правилника за развитие на академичния състав в Икономически университет - Варна.

Дисертационният труд показва, че докторантът **Милена Бенева** притежава теоретични знания и професионални умения по Професионално направление 3. 8. Икономика, като демонстрира качества и умения за самостоятелно провеждане на научни изследвания.

Поради гореизложеното, давам *категорична положителна оценка* за проведеното изследване, представено от рецензираните по-горе дисертационен труд, автореферат, постигнати резултати и приноси, и *предлагам убедено на почитаемото научно жури да присъди образователната и научна степен „доктор“* на Милена Бенева в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки; Професионално направление 3. 8. Икономика, докторска програма „Финанси“.

Заличена информация съгласно  
ЗЗЛД и регламент (ЕС) 2016/ 679

17.07.2023 г.

Рецензент: .....  
(проф. д-р Станислав Димитров)



## СТАНОВИЩЕ

ИКОНОМИЧЕСКИ УНИВЕРСИТЕТ ВАРНА

От: Доц. д-р Жеко Николаев Милев  
Университет за национално и световно стопанство,

Вх. № РД 20-772 / 08.08.2023  
гр. София

**Относно:** дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.8 „Икономика“

**Основание** за представяне на становището: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно **Заповед N:РД – 06-55/23.05.2023** на Зам. Ректора на ИУ - Варна

Автор на дисертационния труд: **Милена Димитрова Бенева**

Тема на дисертационния труд „**Зелените инвестиции на частните пенсионни фондове**“

### 1. **Общо представяне на дисертационен труд**

Дисертационният труд на Милена Бенева се състои от увод, три глави, заключение, списък с използваната литература и приложения в общ обем от 284 стандартни страници. В рамките на изложението са разположени 39 таблици, 39 фигури и 5 графики. Библиографията включва 418 източника (57 на кирилица, 342 на латиница и 19 интернет страници). Докторантката разглежда т. нар. „зелени“ инвестиции на частните пенсионни фондове. Темата е с безспорна актуалност, предвид протичащите тенденции в глобален мащаб на трансформация на традиционната икономика към нисковъглеродна и устойчива такава. През последните години се наблюдава ясно изразена тенденция на включване на екологичните, социалните и управленските фактори в традиционния финансов анализ. Нормативните промени, дори и в България, са в посока към включване споменатите фактори при вземане на инвестиционни решения. **Обект** на изследването са доброволните пенсионни фондове в България. **Предмет** на дисертационния труд са отговорното и устойчиво инвестиране на тези финансови институции. Докторантката извежда **три основни цели**, които се стреми да постигне с написването на дисертацията:

1. Систематизиране и таксономизиране на разнообразието от дефиниции и финансови инструменти за зелено инвестиране.
2. Разкриване на мотивацията и оценка на добрите практики за екологично инвестиране на пенсионните фондове.
3. Емпирично изследване на ефектите от включването на зелени активи в инвестиционния портфейл на доброволните пенсионни фондове в България.

**Изследователската теза** на дисертационния труд е, че „екологичното измерение на инвестиционните политики на доброволните пенсионни фондове в България допринася за по-обхватното оценяване на рисковете и по-доброто представяне на техните портфейли“. Дисертационният труд има коректно формулирани обект и предмет на изследване. Целите са поставени в контекста на защитаваната теза.



В първа глава от дисертационния труд Милена Бенева представя характеристиките на „зелените“ инвестиции. Тя показва ясно как се заражда идеята за такъв тип инвестиране и сравнително подробно описва терминологичното разнообразие в тази област. Дисертантката поставя акцент най-вече върху екологичния аспект, а не толкова върху различните социални и управленски фактори, които в своята цялост формират т. нар. ESG рискове, които придобиват все по-голяма популярност през последните години. В тази част от разработката е отделено достатъчно внимание на различните финансови инструменти, използвани от институционалните инвеститори, в частност от пенсионните фондове, за реализация на своите „зелени“ стратегии. Главата завършва с анализ на мястото, което заемат ESG факторите в съвременния инвестиционен процес.

Втора глава е озаглавена „Зелените решения на пенсионните фондове“. В рамките на тази част от дисертацията, докторантката последователно анализира: първо, мотивационните фактори за пенсионните фондове да предприемат различни типове екологично ориентирани инвестиции; второ, влиянието на „зелените“ инвестиции върху реализираната възвращаемост и трето, степента, до която пенсионните фондове в България имат интерес и инвестират в различни инструменти, които са съобразени по някакъв начин с климатично устойчивата и ниско въглеродна икономика.

В трета глава от дисертационния труд Милена Бенева представя оптимизационни решения за портфейлите на доброволните пенсионни фондове в България с включване в тях на инструменти, попадащи в категорията „зелени“ инвестиции. Докторантката се опитва да реши различни оптимизационни задачи, правейки различни допускания и ограничения при структурирането на конкретни портфейли от активи.

Заклучението дава информация относно резултатите от направеното изследване и ползите, които биха имали пенсионните фондове у нас при по-сериозно внимание върху различните ESG рискове.

Считам, че в резултат на проведеното изследване и използваната методология, дисертантката успява успешно да защити поставената в началото теза.

## 2. Публикации и участия в научни форуми

Във връзка с разработването на дисертационния труд, докторантката има три участия в научни конференции с публикувани доклади от тях и две статии. Налице е съответствие с количествените изисквания за придобиване на ОНС „доктор“ от ИУ – Варна.

## 3. Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд

От съдържанието на дисертационният труд могат да се направят следните основни изводи:

**Първо.** Дисертацията има ясно формулирани обект, предмет, цел и задачи, предполагащи научно изследване.

**Второ.** С убеденост мога да твърдя, че докторантката:

- познава литературата и научните достижения в научната област, в рамките на която са изследваните в дисертацията проблеми;
- добре е открила нерешените и частично решените проблеми, свързани с зелените инвестиции на доброволните пенсионни фондове в България;



- безспорно е демонстрирала способности за самостоятелно научно изследване, критично осмисляне на съществуващи научни тези и аргументиране на собствените позиции;

- правилно е интерпретирала резултатите от научното си изследване, като ги е оформила и представила разбираемо, логично и с необходимата прецизност.

**Трето.** Представеният емпиричен модел с възможни сценарии за оптимизиране на портфейлите на доброволните пенсионни фондове посредством включването в тях на активи, свързани със зеленото инвестиране, демонстрира добре посоката, в която би могла да се развие инвестиционната дейност на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в един средносрочен и дългосрочен период.

**Четвърто.** Представеният автореферат обхваща коректно всички по-важни резултати от проведеното изследване и отговаря на изискванията спрямо него

**Пето.** Използваната лексика и стил на писане са на достатъчно високо ниво за дисертационен труд за присъждане на ОНС „доктор“

#### **4. Оценка на научните и научно-приложни приноси**

В дисертационния труд могат да бъдат открити следните по-важни научно-приложни приноси:

1. Направена е подробна класификация на видовете зелени инвестиции и възможностите, които съществуват за включването на такива в портфейлите на доброволните пенсионни фондове в България
2. представен е авторски модел за оптимизиране на портфейлите на доброволните пенсионни фондове в България, посредством включването в тях на активи за зелено инвестиране.
3. Направена е цялостна оценка на инвестиционната политика на ДПФ в България и значимостта на зелени инвестиции за управляваните от тях портфейли.

Считам, че в рамките на дисертационния труд всеки един от тези научно-приложни приноси е получил достатъчно добра и задълбочена аргументация и заслужава съответната висока оценка.

Не е констатирано плагиатство.

#### **5. Критични бележки, препоръки и въпроси**

По отношение на структурата и съдържанието на дисертационния труд нямам никакви съществени критични бележки. Основната ми препоръка към дисертантката е да продължи своите изследвания в тази набираща все по-голяма популярност и значимост област, каквато е зеленото инвестиране, като обърне внимание и на останалите рискове от група на ESG рисковете, а именно социалните и управленски такива. На базата на своите безспорни умения тя може да допринесе, както за повишаване на ефективността на портфейлите на пенсионните фондове в България, така и да спомогне за повишаване на финансовата грамотност и запознатост на широката общественост в България.

Бих отправил следните въпроси към докторантката, на които, ако желае, може да обърне внимание по време на защитата: по какви критерии са включени посочените „зелени“ инвестиции на ДПФ в България в Приложение 8 на дисертационния труд. До колко те наистина са с екологична насоченост? Счита ли докторантката, че ако



пенсионните фондове бъдат нормативно принудени да отчитат отделно всички инвестиции, които са със зелена насоченост и които отговарят на определени критерии за такива, това ще повиши техните разходи и ще се отрази негативно на постиганата доходност?

**Заключение:**

Считам, че представеният ми за рецензия дисертационен труд със заглавие „**Зелените инвестиции на частните пенсионни фондове**” с автор **Милена Димитрова Бенева** заслужава висока оценка и безспорно подкрепям присъждането на ОНС „доктор“ на автора.

Дата: 23.07.2023 год.  
Гр. София

Изготвил:.....  
/доц. д-р Жеко Милев/

Заличена информация съгласно  
ЗЗЛД и регламент (ЕС) 2016/ 679

## СТАНОВИЩЕ

за дисертационен труд,

представен за придобиване на образователна и научна степен

„доктор“ по обявена процедура от Икономически университет – Варна, в професионално направление 3.8 „Икономика“, докторска програма „Финанси“

**Изготвил становището:** доц. д-р Христина Вилхелм Благойчева, Икономически университет - Варна, член на научно жури, утвърдено със заповед на зам.-ректора по НИДРК на ИУ – Варна № РД 06-55/23.05.2023 г.

**Автор на дисертационния труд:** докторант Милена Димитрова Бенева

**Тема на дисертационния труд:** Зелените инвестиции на частните пенсионни фондове

### 1. Общо представяне на дисертационния труд:

Представеният дисертационен труд е в пълно съответствие с изискванията на чл. 27, ал. 2 от Правилника за прилагане на закона за развитие на академичния състав в Република България. Общият му обем е 284 страници в т.ч. въведение, изложение в три глави, заключение, списък на използваните литературни източници и 18 приложения. Справката за цитираната и използвана литература обхваща 418 източника, от които: литературни източници - 40 на български език и 340 на английски; 19 нормативни документа и 19 интернет страници. Коректно са посочени ограниченията и възможностите за бъдещи изследвания. Представена е декларация за оригиналност.

### 2. Преценка на публикациите по дисертационния труд

Докторантката представя пет самостоятелни научни публикации, обвързани с дисертационния труд и отразяващи съществени страни от съдържанието му. Три от тях са доклади, представени на научни форуми. Две от публикациите са статии, едната от които е публикувана в списание Диалог, брой 4 от 2022 г., а другата – в списание Икономически и социални алтернативи, брой 1 от 2023 г. Това показва, че представеният дисертационен труд е плод на сериозна научно-изследователска дейност, а някои от резултатите в дисертационния труд вече са достойни на научната общност.

Спазени са всички изисквания, посочени в чл. 35, ал. 1 от Правилника за развитие на академичния състав в ИУ-Варна. Представената справка доказва и съответствие с минималните национални изисквания за присъждане на образователна и научна степен „доктор“, съгласно чл. 26, ал. 2 и ал. 3 на ЗРАСРБ.

### **3. Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд**

Темата е интердисциплинарна и много удачно комбинира проблемите на устойчивото развитие, социалната отговорност на бизнеса и финансовите възможности на частните пенсионни фондове, като институционални инвеститори, да подкрепят едно устойчиво и екологично отговорно инвестиране. Актуалността на изследваната проблематика може да се намери в няколко насоки: необходимостта от противодействие на глобалните екологични проблеми и климатични изменения през последните десетилетия; липсата на достатъчно инвестиции за такова противодействие (ежегодно ЕС изпитва недостиг от 180 милиарда евро за изпълнение на климатичните си цели); необходимостта от идентифициране на варианти за устойчиви инвестиции. Липсата на проучвания за ефекта от участието на зелените активи в портфейлите на пенсионните фондове и липсата на адекватна стратегия за инкорпориране на ESG факторите в инвестиционния процес на ДПФ в България, допълнително обуславят ценността на настоящия дисертационен труд.

Прочитът на дисертацията показва задълбоченото навлизане на автора в проблематиката на изследваната област. Водещата теза на изследването е, че екологичното измерение на инвестиционните политики на доброволните пенсионни фондове в България допринася за по-обхватното оценяване на рисковете и по-доброто представяне на техните портфейли. Използваният инструментариум, адаптиран от авторката за целите на изследването я води до извода, че дори при най-консервативната политика по отношение на риска, зелените инвестиции не само имат място в инвестиционните портфейли, а следва да формират значителна част от тях или дори да доминират. Може да се каже, че аналитичният прочит на литературата и собствените изследвания, са позволили на докторант Бенева да очертае проблема, да направи верни изводи и да предложи както адекватни решения, така и препоръки за допълнителни изследвания.

Авторефератът (36 стр.) отразява адекватно структурата, съдържанието и основните моменти в дисертационния труд. Приносите са коректно определени и обстойно представени.

Не се констатира наличие на плагиатство нито в дисертационния труд, нито в автореферата.

### **4. Научни и научно-приложни приноси на дисертационния труд.**

Самият дисертационен труд е оригинална разработка, съдържаща ценни научни и научно-приложни резултати. Най-общо приносите могат да се систематизират в две насоки:

П ъ р в о. Теоретико – методологични.

- След обработката на значително количество източници, са проучени и систематизирани наличните в специализираната литература мнения на различни автори и използваната в литературата и нормативната уредба терминологии.

- За първи път в България се прави такова всеобхватно изследване на възможностите за включване на зелените инвестиции в инвестиционните портфейли на доброволните пенсионни фондове.

- Вземайки предвид нормативните инвестиционни ограничения и развитието на капиталовите пазари е извършена задълбочена оценка на инвестиционната политика и е изведена значимостта на зелените активи за портфейлите на ДПФ в България.

- С допускането, че доброволните пенсионни фондове в България са риск-отбягващи инвеститори се прави оптимизация на UMP/LPM алгоритъма към спецификите на оптимизационната процедура. За целите на адаптацията са разработени *авторови скриптове* за формулиране на целевата функция, въвеждане на ограничения и задаване на допълнителни опции.

В т о р о. Практико–приложни.

- Резултатите и препоръките от емпиричното изследване в дисертационния труд, имат практическо приложение за формиране на портфейлите и усъвършенстване на инвестиционната политика на ДПФ в България.

- Предложената оптимизация на UMP/LPM алгоритъма към спецификите на оптимизационната процедура е практически приложима за инвестиционните портфейли на функциониращите в страната доброволни пенсионни фондове.

- Предложен е холистичен подход за имплементиране на екологичното измерение в инвестиционния процес на ДПФ в България, заедно с възможните канали за подкрепа от страна на Българската асоциация на дружествата за допълнително пенсионно осигуряване.

### **5. Критични бележки и препоръки.**

Имайки предвид безспорните научни и практико-приложни качества на дисертационния труд, препоръчвам на докторантката да го издаде като книга. По този начин той ще може да достигне до много по-широк кръг читатели. А може и да даде ценни идеи и насоки за инвестиционната дейност на частните пенсионни фондове в България.

### **6. Обобщена оценка на дисертационния труд и заключение.**

Дисертационният труд съдържа научни, научно-приложни и приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката и отговарят на всички изисквания на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ) и Правилника за прилагане на ЗРАСРБ. Представените материали и дисертационни резултати *напълно* съответстват на специфичните изисквания на Правилника за развитие на академичния състав в ИУ-Варна.

Дисертационният труд показва, че докторант Милена Бенева *притежава* задълбочени теоретични знания и професионални умения по Професионално направление 3. 8. Икономика, като *демонстрира* качества и умения за самостоятелно провеждане на научни изследвания.

Поради гореизложеното, убедено давам своята *положителна оценка* за проведеното изследване, постигнатите резултати и приноси, и *предлагам на почитаемото научно жури да присъди образователната и научна степен „доктор“* на Милена Димитрова Бенева в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки; Професионално направление 3. 8. Икономика; докторска програма “Финанси“.

Дата: 09.08.2023 г.  
Варна

Изготвил становището: .....  
(доц. д-р Христина Благойчева)

Заличена информация съгласно  
ЗЗЛД и регламент (ЕС) 2016/ 679