



Иванка Данева

доц. д-р Иванка Данева

Авторката е доцент по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховане“ и дългогодишен преподавател в НБУ по „Социално осигуряване“, „Финансови пазари и инструменти“, „Данъчен и осигурителен контрол“, „Инвестиции на осигурителните фондове“, „Осигуряване и осигурителен пазар“ и др. Завършила е УНСС – София. Специализирала е в Georgetown University във Вашингтон, в International Leadership Institute във Флорида, САЩ и др.

Автор е на монографията „Инвестиции на пенсионните фондове – проблеми и решения“ (2009) и на учебниците по: „Икономика и организация на социалното осигуряване“ (2007); „Инвестиционна политика на пенсионните и здравноосигурителните фондове“ (2010); „Финанси на осигурителните дружества“ (2014). Съавтор е на учебника „Въведение във финансите“ (2012) на НБУ. Публикува студии, статии и анализи в реномирани български издания в областта на социалното осигуряване и финансовите пазари по проблеми при прехода към пазарна икономика.

Доц. Иванка Данева работи в Държавната комисия по ценни книжа в периода 1996-2001 г., на която е и член (2000-2001 г.). От 2002 г. е непосредствено ангажирана в организацията и управлението на пенсионноосигурително дружество, като от 2007 г. досега е изпълнителен директор.

## РИСКОВЕТЕ НА КАПИТАЛОВОПОКРИВНОТО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ ВЪВ ФАЗАТА НА ИЗПЛАЩАНЕ – ПРОБЛЕМИ И РЕШЕНИЯ

### Въведение

Повишаващата се роля на капиталовопокривните пенсионни схеми за баланса на пенсионната система в цялост е достатъчно основание за разглеждане на някои аспекти от сложния комплекс от съществуващи проблеми или на възможни бъдещи проблеми, които поради значимостта си са обект на държавно регулиране и надзор в страните с пазарна икономика и обект на постоянен научно-изследователски интерес.

Постигането на адекватност и устойчивост на пенсионната система е един от приоритетите при модернизирването на пенсионната политика в Европейския съюз. В Зелената книга за адекватни, устойчиви и сигурни европейски пенсионни системи се посочват редица мерки за посрещане на социалните потребности в едно застаряващо общество. Тези мерки са взаимно обвързани и включват повишаване на пенсионната възраст, стимулиране по-продължителното оставане на трудовия пазар, ограничаване на ранното пенсиониране, стимулиране развитието на капиталовопокривните форми на пенсионно осигуряване и др. Допълващото развитие на капиталовите пенсионни системи изисква намаляване на инвестиционния риск<sup>1</sup> и разпределяне на риска между лицата, плащащи пенсионни осигуровки от една страна и пенсионните институции на база на

---

<sup>1</sup> Европейски съюз.

колективно договаряне<sup>2</sup>.

От друга страна постигането на устойчивост на пенсионната система е дългосрочен проблем, който може да се нарече „класически“ за пенсионното осигуряване. Изследователи и практики са единодушни, че за неговото преодоляване се изисква реализиране не на палиативни и с краткосрочен ефект мерки, а на дългосрочни регулативни мерки, касаещи бъдещите поколения. Тези мерки трябва да резултират в устойчивост на равнището на коефициента на заместване *във времето* за лицата, които са обхванати от пенсионното осигуряване.

През последното десетилетие обаче освен към проблема за адекватността на пенсиите, вниманието се насочи и към устойчивостта и сигурността на пенсионните системи при волатилност на финансовите пазари, застаряващо население и протичащи неблагоприятни тенденции на пазара на труда. Поради мащабът на въздействието на тези процеси естественият резултат са редица изследвания и дискусии за целия аспект от проблемни области, от чието решаване се предопределя постигането на приемлив коефициент на заместване на плащанията от капиталовите пенсионни схеми.

Инвестиционният риск и рискът от надживяване представляват дългосрочни систематични рискове, предопределящи в значителна степен несигурността на пазарната и демографска среда, в която се осъществява капиталовопокривното пенсионно осигуряване. Тези рискове въздействат както във фазата на натрупване така и във фазата на плащане от допълнителните пенсионни фондове. В страните в преход към пазарна икономика в т.ч. и в нашата страна с приближаването на фазата на изплащане от допълнителните пенсионни схеми все повече вниманието се насочва върху проблемите за ограничаване както на посочените, така и на други рискове.

В настоящата студия вниманието е към очертаване на някои екзогенни фактори, обуславящи коефициента на заместване от капиталовите пенсионни фондове и следователно постигането на целта на този вид осигуряване. От теоретико-методологически аспект се характеризират основните форми на плащания от пенсионните фондове на капиталов принцип. Разглеждат се регулаторните механизми, прилагани на нововъзникващи и развиващи се пазари на пенсионноосигурителни продукти в т.ч. и в нашата страна, въз основа на които се очертават конкретни нерешени проблеми и техните възможни решения.

### **I. Основни екзогенни фактори, обуславящи коефициента на заместване на дохода**

За повишаване устойчивостта и адекватността на пенсионните системи протича еволюционен процес на преминаване към многостълбови (многоколонни) системи, в които разходопокривната пенсионна система се допълва с пенсионни фондове на капиталовопокривен принцип.

В страните с капиталови пенсионни планове, допълващи разходопокривния стълб на пенсионната система, проблемът е каква част от общия коефициент на заместване се покрива от допълващите капиталови пенсионни фондове и в каква степен натрупаните средства по индивидуалните сметки на сегашните осигурени лица ще бъдат достатъчни за постигане на целеви коефициент на заместване от капиталовото пенсионно осигуряване. Това е особено валидно за пенсионните системи, в които участието в задължителните частноуправлявани пенсионни фондове е поради

---

<sup>2</sup> Зелена книга за адекватни, устойчиви и сигурни европейски пенсионни системи SEC (2010)830, т.3.1.;

автоматични механизми за включване в тях - Чили и други латиноамерикански страни, държави от Централна и Източна Европа и др. Активите на частноуправляваните капиталови пенсионни програми не само продължават да нарастват, но и продължават да изпреварват темповете на увеличаване на брутния вътрешен продукт. Тук важна роля има обстоятелството дали при пенсионните фондове на база дефинирани вноски съществува някаква гаранция за възвращаемостта на активите. Прилагането на различни възможни форми на гаранция непосредствено се отразява върху прогнозираният размер на минималната сума, която ще се натрупа по индивидуалната сметка на осигуреното лице и следователно върху размера на пенсията.<sup>3</sup>

Колебанията на коефициента на заместване в крайна сметка са синтезиран израз на въздействието на екзогенни и ендогенни фактори, обуславящи рисковете, при които се осъществява капиталовото осигуряване. Екзогенните фактори въздействат върху устойчивостта и адекватността на пенсионната система в т.ч. и върху капиталовите форми на осигуряване. Те са със систематичен характер и характеризират несигурността на пазарната среда, произтичаща от различни обективни за корпоративния мениджмънт фактори. Друг аспект на разглеждане на рисковете при капиталовопокривното пенсионно осигуряване във фазата на натрупване и в декумулиращата фаза е анализирането им като всички рискове, свързани с икономически и демографски процеси, които могат да бъдат систематични и несистематични. Основните систематични рискове, влияещи върху равнището на пенсионното плащане са демографски, инвестиционен и инфлационен. На свой ред демографският риск се проявява като риск от надживяване (наричан още риск от дълголетие) и риск от смърт.

Екзогенен фактор е вътрешноприсъщата на финансовите пазари ценова волатилност, предопределяща колебанията на равнището на очакваната дългосрочна възвращаемост. За финансовите кризи, присъщи на икономическия бизнес цикъл, са характерни различни по продължителност периоди на пазарна волатилност, в рамките на които не се оправдават очакванията за възвращаемост и рискова премия. При програмите с дефинирани вноски постигнатата възвращаемост предопределя при равни други условия размера на натрупаните средства по индивидуалната сметка на осигуреното лице, служеща за база при изчисляване на абсолютния размер на пенсионното плащане. Еднозначното ясно изразено въздействие на равнището на възвращаемост както върху брутния, така и върху нетния коефициенти на заместване от пенсионните планове с дефинирани вноски и следователно и върху общия коефициент на заместване едва ли е необходимо да се доказва. В този случай емпиричните данни могат да покажат само степента/ големината на това влияние. Така например изчисленията показват, че при 2.5%, 4.3% и при 6% годишна реална възвращаемост, задължителните пенсионни планове на база дефинирани вноски в Чили имат брутен коефициент на заместване съответно 29.1%, 45.7% и 73.4%, а нетния коефициент на заместване е съответно 36.4%, 55.6% и 82.1%. Аналогични са резултатите и при доброволните планове с дефинирани вноски.<sup>4</sup> Поради динамичността на финансовите пазари, на които се инвестират пенсионните активи, инвестиционния риск в краткосрочни периоди е по-ясно изразен в сравнение с демографския. Това е особено важно за капиталовите схеми на база дефинирани вноски, чието

---

<sup>3</sup> Вж. По-подробно. Данева, И. Гаранциите в пенсионните планове на база дефинирани вноски. Трудове на МВБУ, том.6, 2014 год.с.139-178

<sup>4</sup> Вж. по-подробно. Pensions at a Glance 2013: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries. [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

принципно изграждане е въз основа на поемане на целия или на значителна степен на инвестиционния риск от участниците в тях.

Устойчивостта на пенсионната система се предопределя и от друг екзогенен за пенсионната система фактор какъвто е застаряването на населението в резултат както на нарастване на средната продължителност на живота, така и на прехода към пенсиониране на поколенията от следвоенния бум на раждаемостта. Този фактор намалява потенциала за икономически растеж и упражнява натиск върху публичните финанси. Едва ли може да се предположи, че влизащите на трудовия пазар ще имат такава производителност на труда, която не само ще компенсира намаляването на заетите спрямо незаемите лица и особено спрямо тези, които се пенсионират, но и ще доведе до растеж на brutния вътрешен продукт.

Рискът от надживяване се изразява най-общо в това, че пенсионерът ще живее повече от времеви период, заложен в биометричната таблица за смъртност, въз основа на която е изчислена неговата пенсия т.е. средствата за изплащане на пенсията са разчетени за период, който пенсионерът надживява. Рискът от надживяване се свързва с несигурността в бъдещата продължителност на живота на пенсионера. Той е риск, който се споделя между поколенията. Когато става дума за капиталовопокривни пенсионни схеми рискът от продължителност на живота се споделя в определени граници посредством пазара на пенсионни продукти, но следва да се различава от принципа на солидарност.<sup>5</sup> От позициите на фазата на изплащане рискът от надживяване се свързва с това, че нетната настояща стойност на пенсията ще бъде по-висока от очакваната, защото пенсионните плащания трябва да обхванат живота на пенсионера. Рискът смърт се свързва с настъпване на смърт на бенефициента в процеса на получаване на пенсията. В актюерството покриването на демографския риск на практика значи прилагане на някаква форма за гарантиране на пожизнена пенсия.

Измененията на финансовите пазари и застаряването на населението обаче си взаимодействат. От една страна за структурата на финансовите пазари и следователно за икономиката особено значение има съвкупния риск от дълголетие. По-пълното съобразяване на инвестиционните портфейли от пенсионни активи с възрастовата структура на участниците и очакваната продължителност на техния живот може да увеличи търсенето на облигации с фиксирана доходност с оглед постигане на дългосрочни стабилни доходи в пенсионна възраст, а това означава снижаване на нормата на възвращаемост на портфейла, но и ограничаване на неговия пазарен риск. Необходимо е и наличие на инструменти, инвестициите в които хеджират значителна част от рисковете, свързани с равнището на обещаните пенсии. От друга страна нарастващата продължителност на живота означава по-високи размери от пенсионни активи за устойчиво поддържане на определен коефициент на заместване и респективно на стандарт на живот след пенсиониране, което е трудно да се постигне с портфейл от активи в облигационни инструменти и предполага инвестиране в инструменти, свързани с продължителността на живота и с размера на инфлацията.

Неблагоприятните промени на демографската структура са макроикономически фактор, който се отразява не само върху финансовите пазари, а и върху структурата на потреблението и следователно върху структурата на икономиката, в намаляване на общия размер на спестяванията, публичните разходи, баланса на

---

<sup>5</sup> Blommenstein, H., P. Jansen, N. Kortleve and J. Yermo. Evaluating Risk Sharing in Private Pension Plans. OECD, 2009, p.2

разходопокривната част от пенсионната система и др.<sup>6</sup>

Посочените екзогенни фактори и техните последствия се отразяват както върху отделните съставляващи пенсионните системи, така и върху пенсионните системи в цялост. Разходопокривните пенсионни системи отразяват спадащите нива на заетост, и следователно по-ниските пенсионни вноски при едновременното относително нарастване на бенефициентите на пенсионни плащания.<sup>7</sup> Капиталовите програми или не са достатъчно финансирани или възвращаемостта не дефинира достатъчно висока сума по индивидуалната партида. Въздействието на тези екзогенни фактори предопределя нарастващото внимание към регулативните механизми за сигурността на равнището на натрупаните средства в периода на натрупване и на пенсионните плащания във фазата на изплащане, независимо от въздействието на посочените дългосрочни екзогенни фактори, а това прави проблемите по-комплексни при адаптирането на пенсионните системи към променящите се икономически и демографски условия.

Пред тези сериозни предизвикателства са изправени преобладаващата част от страните по света. За преодоляването им в отделните държави се предприемат различни мерки, съобразени с ендегенните фактори, но водещи до идентифициране на отделните рискове и смекчаване на тяхното въздействие.

Екзогенните и ендегенни фактори трябва да се отчитат при управление на рисковете на пенсионната система. Каквото и аспект на адекватността и устойчивостта на пенсионните системи<sup>8</sup> да е обект на изследване, в крайна сметка основните рискове на капиталовите пенсионни програми са инвестиционен, инфлационен и биометрични (свързани с продължителността на живота и осигурителния случай смърт). Акцентът неизбежно се поставя върху застаряването на населението като текущо и бъдещо предизвикателство пред пенсионните системи, защото управлението на този риск предполага прецизно изследване на границите на риска между поколенията, който се споделя посредством пазарите. Обобщени показатели за риска в пенсионното осигуряване представляват коефициента на финансиране (пропорцията активи/задължения) и коефициента на заместване на дохода. Тяхната изменчивост и не(сигурност) синтезирано отразяват рисковете на пенсионната програма, в която участва осигуреното лице.

В тази връзка част от мерките са „подкрепа за разработването на схеми за допълнителни пенсионни спестявания за увеличаване на пенсионните приходи” и подобряване на качеството на финансовите продукти за индивидуално пенсионно осигуряване.<sup>9</sup>

Проблемите на рисковете на капиталовите пенсионни програми в държавите, в които капиталовопокривните пенсионни програми се появиха в края на миналия век и които в преобладаващата си част са във фазата на натрупване и на дневен ред е фазата на изплащане нямат цялостно регулативно решение т.ч. и от гледна точка на по-

---

<sup>6</sup> Вж. По-подробно.Смекчаване на икономическото въздействие на застаряването на населението. Възможни варианти за България. Документ на Световната банка, август, 2013 г.

<sup>7</sup> Вж.по-подробно. Dang, T. T. P. Antolin and H. Oxley. Fiscal Implications of Ageing Population: Projections of Age related Spending. OECD, Working papers, №305, 2001; European Commission. The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050), European Economy Special Report 1/2006

<sup>8</sup> [www.fiap.cl/](http://www.fiap.cl/)

<sup>9</sup> Европейски съюз.

добри пенсионни продукти за бъдещите пенсионери. Необходимостта от ограничаване на експозицията на участниците в капиталови пенсионни схеми към демографския риск и инвестиционния риск изисква внимателен анализ на формите на плащане на пенсионни доходи и обосноваване на степента на тяхното регулиране.

## **II. Форми на пенсионни плащания при капиталовопокривното пенсионно осигуряване**

За да се прилагат различни форми на плащане след пенсиониране е необходимо първо да се избере принципът за покриване на рисковете. Познатите в теорията принципи са:

- Дефинирани или предварително определени осигурителни вноски, (индивидуално-спестовен принцип);
- Дефинирани пенсии;
- Комбиниран принцип(хибридни схеми);

Всяка една от тези форми на финансова организация на капиталовопокривните форми на пенсионно осигуряване може да бъде изследвана в различни аспекти. От позициите на участниците и администраторите в тях ключово значение има какво възприемане на степента на споделяне на основните видове риск (инвестиционен, инфлационен, биометрични рискове в т.ч. особено рискът от продължителност на живота) ще се прилага в практиката посредством конкретен методически механизъм. Несигурността на вноските като плътност(редовност), продължителност на внасяне и като капитализация от една страна и пенсионните плащания от друга страна са възплътени в различните форми на финансиране и на плащания от капиталовопокривните схеми.

*Възможните основни форми на плащания след пенсиониране от капиталовопокривните пенсионни схеми са: еднократно изплащане на средствата, натрупани по индивидуалната сметка; програмирано изплащане; плащания под формата на анюитети, свързани с живота.* За целите на настоящото изложение ще бъдат посочени основните характеристики на основните форми на плащания след пенсиониране и някои техни видове от гледна точка на защита срещу посочените рискове – инвестиционен и риск от дълголетие.

*Изплащането на цялата натрупана по индивидуалната партида сума след придобиване право на пенсия е възможност, която не е „типично” пенсионно плащане, тъй като пенсионното плащане се свързва винаги с *периодичност* при наличие на дадена съвкупност от предпоставки и условия за отпускане и изчисляване (наричани режим на осигурителните плащания)<sup>10</sup>, което означава, че дизайна на фазата на изплащане включва инструменти и предпоставки за трансформиране на натрупаните активи в поток от приходи при пенсиониране. На практика след изплащането на цялата натрупана по партидата сума се прекратява договорът с осигуреното лице и то не е участник в пенсионния фонд/схема.*

Тази форма на плащане обаче съществува като опция, когато е налице друг източник на пенсионен доход (например от разходопокривния стълб на пенсионната система) или когато при недостатъчност на натрупаната сума по индивидуалната сметка в частноуправляваната пенсионна схема актюерските разчети показват ниско равнище на пожизнена пенсия или на разсрочено изплащане на средствата, а също така и регулаторният режим не позволява прилагане на друга форма на пенсионно

---

<sup>10</sup> Георгиев, Здр. Йорданов, Пл. Теория на социалното осигуряване. Свищов, 2004, с.259

плащане освен тази. Като правило тази хипотеза се проявява в развиващите се пенсионноосигурителни пазари, на които осигурителния период може да не е пълен за някои от участниците и това предопределя недостатъчността на размера на натрупаната сума по индивидуалната партида на лицето. Еднократните плащания, позволени преди пенсиониране, дават избор на участника във фонда по отношение на използването на получените средства - пенсионните спестявания могат да се използват за покриване на риска инвалидност или за разходи, свързани със здравето, да се инвестират в инструменти на капиталовия пазар, да се вложат във взаимни (договорни) фондове, в недвижимо имущество и др. В страните с развити анюитетни пазари еднократното изтегляне е възможност за закупуване на анюитет от пенсионера от застрахователна компания, който да съответства на неговите предпочитания. За да се реализира това предимство обаче е необходимо определено равнище на осигурителни и финансови познания с оглед преценка дали животозастрахователните компании ще могат да постигнат и гарантират очакваното равнище на доходи.

Предимство на еднократното изплащане е, че то не излага осигуреното лице на инвестиционен риск, инфлационен риск и риск от фалит (ако плащането е от схема с дефинирани плащания).

Най-важният недостатък на еднократното плащане е, че при тази форма не се покрива риска от дълголетие. Този недостатък се проявява по-силно в страни, в които по-голямата част от доходите след пенсиониране се получава от пенсионни планове с дефинирани вноски, при които е разрешено еднократното изтегляне на средствата. Той се смекчава когато еднократното плащане е позволено само за част от натрупаните средства, а въз основа на остатъка от тях се отпуска пожизнена пенсия/анюитет.

*Програмираните тегления се наричат още разсрочени плащания* и по дефиниция са периодични (най-често месечни) плащания, които са предварително определени или определяеми, осъществяват се за определен период от натрупаните пенсионни спестявания на пенсионера и могат да бъдат фиксирани или променливи. Програмираното изплащане може да се дефинира въз основа на цялата натрупана сума по индивидуалната осигурителна партида или на част от нея за определен времеви период с възможна продължителност с голям диапазон (например 10-45 години).

След придобиване право на пенсия от капиталов пенсионен фонд разсроченото изплащане всъщност представлява срочна пенсия, чиито размер зависи от натрупаните средства по индивидуалната партида, техническия лихвен процент и срока, за който се отпуска пенсията. Изплащането на пенсията е само от средствата по партидата и ако те се изчерпят преди срока, пенсионното плащане се прекратява, а ако след последното плащане останат средства по партидата те могат да се изтеглят от пенсионера.

Размерът на изплащанията обаче може да бъде фиксиран или те да са с различни размери за различни периоди. Във всички случаи обаче бенефициента посочва предварително сумите (с изключение на последното плащане) и периодите, като не е задължително периодите от време между отделните плащания да са равни. В процеса на програмираното изтегляне средствата по партидата на пенсионера продължават да се инвестират и следователно да се променят според постигнатата доходност. Остатъкът от средствата по партидата след последното изплащане и ако лицето почине преди изтичане на договорения с него период на изплащането, се наследяват.

Програмираното изтегляне, което в нашата практика се нарича само разсрочено изплащане, може да се осъществява до изчерпване на средствата от партидата. Тяхното приложение предполага финансова дисциплина по отношение на титуляра на индивидуалната сметка в пенсионния фонд. Практиките на други страни относно

но програмирани тегления варират от възможност за програмирано изтегляне с минимална и максимална граница на месечното (или годишно) плащане до прилагането на препоръчителни формули, при което няма място за избор от страна на титуляра на средствата по пенсионната партида.<sup>11</sup> Като правило обаче програмираните изтегляния са по-подходящи за развиващите се пенсионноосигурителни пазари и то при доброволните форми на пенсионни спестявания, когато периодът на акумулиране и/или размерът на вноската не обуславя достатъчна абсолютна сума, необходима за пожизнено анюитетно плащане на пенсия.

Програмираното изтегляне има своите предимства и недостатъци. Предимство е, че пенсионерът запазва правото си на собственост върху пенсионните си спестявания и оттук възможността за наследяване на остатъка при смърт. Освен това продължава инвестирането на средствата на пенсионера след започване на плащането, което означава, че пенсионера „понася“ инвестиционния риск. То е и възможност при недостатъчност на размера на средствата за определяне на приемливо ниво на пожизнена пенсия и съгласно регламентите сумата може да се изтегли еднократно или да е база за изчисляване на сумите за разсрочено изплащане. Когато програмираното изплащане се осъществява на база продължителността на живота, тогава то може да се счита за алтернатива на пожизнените пенсии.<sup>12</sup>

Програмираните тегления в пенсионното осигуряване по принцип следва да бъдат насочени към осигуряване на относително стабилен месечен доход за *целия жизнен цикъл* на пенсионера. Натрупаната сума по партидата може да се изчерпи докато пенсионерът е все още жив и пенсионерът може да остане без източник на доходи. В това се изразява и основният недостатък на програмираното изтегляне, а именно, че не се покрива риска от надживяване (дълголетие). Той се хеджира посредством прилагане на гъвкави схеми, при които разсрочено се изплаща част от средствата на лицето, а останалата част е за пожизнен анюитет. Освен това за покриване на риска от дълголетие е възможно равнището на плащанията при програмираните тегления, които са обвързани с живота на пенсионера, могат да намалее значително в по-късните години.

Степента, в която еднократните плащания и програмираните плащания се прилагат в отделните страни се обуславя от редица фактори. Един от тях е степента на „зрелост“ на пенсионноосигурителния пазар. В страните с развити пенсионни пазари еднократните изтегляния са по-ограничени в сравнение с програмираните изтегляния и пожизнените пенсии/анюитети. На нововъзникващите и развиващи се пазари на пенсионноосигурителни продукти, разрешаването на еднократните плащания и на разсроченото плащане е обективно обусловено от степента на развитие на капиталовото пенсионно осигуряване, продължителността на осигурителния период (фазата на натрупване), законовите възможности за прилагане на гъвкаво съчетаване на различни форми на пенсионни плащания, конкурентното предлагане на сходни продукти от страна на животозастрахователните компании, традиционните нагласи на населението, данъчното законодателство и др.

Програмираното изтегляне се възприема като алтернатива на пожизнените анюитети и именно затова търсенето им на пенсионноосигурителния пазар зависи и от „цената“ на последните.

---

<sup>11</sup> Вж.по-подробно за характеристиките на програмираните изтегляния. Iglesias, A. Programmed Withdrawals. Investments and Payouts in Funded Pension Systems, FIAP, 2009,

<sup>12</sup> Пак там. p.181-185

В случай, че при еднократното и програмирано изплащания при капиталово-покривно осигуряване на база дефинирани вноски се запази индивидуалната осигурителна партия след отпускане на пенсионното плащане на практика не се споделят рисковете. При пенсионните продукти със споделяне на риска индивидуалната пенсионна партия се закрива и средствата от нея постъпват в общ пенсионен пул. Основно понятие при схемите със споделяне на риска е анюитета. От гл. т. на целите на настоящото изложение ще се разгледат само *основни видове анюитетни пенсионни продукти*.<sup>13</sup>

При пожизнения анюитет се покриват демографския и инвестиционния риск, което означава на практика тяхното споделяне. Начинът за постигане на последното е формиране на обща сметка (пул), в която да се „насочват“ натрупаните средства по партидите след пенсиониране. Дисконтовият процент (техническата лихва) играе ролята на норма на възвращаемост при определянето им. База за изчисляването им са също така средната продължителност на живота (съгласно биометричните таблици за смъртност) и размерът на натрупаните средства по време на фазата на натрупването. При равни други условия колкото е по-голяма средната продължителност на живота, толкова е по-нисък месечния размер на пенсията и обратно.

Основното предимство на пожизнените пенсионни плащания е, че плащанията са фиксирани и обхващат целия живот на пенсионера. Рискът от дълголетие и инвестиционният риск се „изместват“ към „продавача“ или „доставчика“ на анюитета, а това е особено важно при тенденциите на застаряване на населението. С течение на времето натрупания капитал на пенсионера намалява, но винаги съществува вероятност това намаление изцяло или частично да се компенсира с постигната положителна доходност на инвестициите, като в същото време съществува възможност част от този положителен ефект да не се прояви поради отрицателния ефект на увеличената продължителност на живота. И тук от голямо значение е степента на консервативност при дефиниране на равнището на дисконтовия процент. Следователно в условия на „застаряваща“ демографска структура на населението пожизнените пенсии са по-изгодни за участниците в капиталовите пенсионни фондове.

Някои от недостатъците на „конвенционалните“ пожизнени анюитети се преодоляват с прилагането на променливите пожизнени анюитети. При тях средствата на пенсионера се инвестират активно на финансовите пазари и следователно възвращаемостта на техните средства може да бъде по-висока от нормата на дисконтиране, която се прилага при определяне на фиксираните пожизнени анюитети. Прилагането на променливи анюитети, които са обвързани с резултатите от инвестирането на средствата, от една страна не „смекчава“ инвестиционния риск, а от друга страна демографския риск се поема от компанията-доставчик на анюитета. Излагането на пенсионера на инвестиционен риск означава колебание на получавания доход под формата на пенсия, което е неприемливо особено когато: пенсионерът покрива разходите си главно или само от получаваната пенсия; пенсията е относително ниска; възникнат непредвидени разходи за здраве и т.н. Компанията, предоставяща променлив анюитет, не е достатъчно заинтересована да инвестира средствата на пенсионера при максимално оптимизиране на пропорцията риск-възвращаемост, тъй като този резултат не се отразява върху възможностите ѝ да покрива инвестиционния риск и риска от дълголетие или може да не полага грижа-

---

<sup>13</sup> Вж. по-подробно. Rusconi, R. National Annuity Markets: Features and Implications. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 24, 2008

та на добрия търговец за постигане на по-добра доходност.

При всички видове анюитетни плащания риска от дълголетие и инвестиционният риск се „хеджират и покриват“ посредством тяхното споделяне. Тези продукти обаче не са достатъчно гъвкави от гл. т. на ликвидност и наследяване. Разглеждането на пенсионните продукти от позициите на риска води до проблема как да се хеджират и споделят рисковете между пенсионерите и доставчиците на пенсионните продукти посредством предлаганите пенсионни продукти. За избягване на слабите страни на отделните форми на плащане на пенсионерите все повече изследователи предлагат прилагане на *комбинирани форми на плащане*. Тези комбинирани форми могат да включват различна комбинация от различните основни форми (или техните подвидове). Целта е покриване на инвестиционния риск и риска от дълголетие в контекста на постигане на желаната комбинация от степен на покритие на рисковете от дълголетие, инвестиционен, инфлационен, наследяване, ликвидност. Поради водещата роля на риска от дълголетие особено в предстоящите десетилетия, комбинираните методи могат да включват комбинация от различните форми на пенсионно плащане, но винаги да присъства и възможност за пожизнена пенсия.

За да е възможно това обаче средствата по сметката на пенсионера трябва да *бъдат достатъчни по размер*, за да може те да бъдат разграничени по отделни форми на пенсионно плащане. Редица автори предлагат използване на отсрочени анюитети, при които да се комбинират анюитетите с еднократно изплащане на сума или с програмирано изплащане за определен период от време. Отложеният (отсрочен) анюитет е договор, съгласно който за започване на пенсионното анюитетно плащане трябва да настъпи предварително определена бъдеща дата.

Някои автори считат, че датата на първото плащане на отложения пожизнен анюитет следва да формира период, по-голям или близък до средната продължителност на живота.<sup>14</sup> В този случай обаче в случай на смърт на бенефициента няма да се изплаща нищо на неговите наследници. Това не е справедливо особено за фазата на програмирано изтегляне, въпреки че смъртността в тази фаза е относително ниска. Друг е въпроса дали ако този период на започване на плащане на пожизнен анюитет е далеч от средната продължителност на живота поне за период (до достигане на средната продължителност на живота) да се допусне наследяване. От друга страна трябва да се има предвид, че разходите за отсрочените пожизнени анюитети варират поради възрастта и пола на анюитанта, продължителността на периода на отлагане, формата на пенсия (за един пенсионер или „съвместен“) и дали анюитетите включват определена инфлационна защита или последната е само за периода на разсроченото изплащане.

Може да се допусне част от натрупаните средства по индивидуалната сметка на лицето към момента на пенсиониране да се насочи към тази форма на плащане, която да е допълваща. Иновациите при пенсионните продукти без да ги правят изключително и неразумно сложни могат да доведат до свързани с постигнатата доходност от инвестициите корекции по време на етапа на програмирано изтегляне, индексация на размера на изтегляната сума, възможности за онаследяване.

Налице е *активен дебат в редица страни за разширяване на списъка на допустимите форми за пенсионни плащания*. Всеки вариант на пенсионно плащане има своите силни и слаби страни. Разрешаването на комбинация от повече от един начин за пенсионно плащане ще диверсифицира рисковете, свързани с плащанията,

---

<sup>14</sup> Antolin, P., C. Pufh, F. Stuart. Forms of Benefit Payment at Retirement. OECD, 2008, p.16

ще създаде условия за оптимално комбиниране на отделни форми на плащане съобразно индивидуалните предпочитания и условия за пенсиониране. Така се постига търсеният баланс между гъвкавост и защита срещу риска от дълголетие при избор на пенсионни продукти, но това се осъществява винаги при определени конкретни политически и макроикономически условия в дадена страна.

Постигането на целта – балансиране между гъвкавост на плащанията и защита срещу риска от дълголетие (продължителността на живота) е възможно с прилагането на комбинирани форми на плащане. От теоретична гледна точка това би позволило по-ясно придържане към принципа за еквивалентност в осигуряването, а от друга страна би създавало предпоставки за по-добро съответствие на предлаганите пенсионни продукти с потребностите и специфичните изисквания на бенефициента.

Преценката за прилагане на определени пенсионни продукти трябва да се основава на принципа за гарантиране на адекватност на дохода по време на пенсиониране. Поради тази причина за пенсионера и за правителството е по-рационално декумулацията на натрупания капитал по индивидуалната сметка на лицето по време на фазата на натрупване да се осъществи с акцент върху прилагането на анюитетни плащания. Това е особено приоритетно за задължителните частни пенсионни програми, които функционират поради осъществяването на приватизация на част от вноската, която е била насочвана към разходопокривната система. В доброволното пенсионно осигуряване съществуват достатъчно аргументи за по-голяма свобода на предлагането на форми на плащане на пенсия. Така може да се постигне намаляване на *риска от продължителност на живота за пенсионерите*. Проблемът е как да се покрият разходите и към коя институция ще бъде насочено поемането на рисковете и в каква степен (застрахователна компания, пенсионна компания, пенсионен фонд, държавна институция и др.)

В крайна сметка при избора на регулирани и разрешени за предлагане анюитетни продукти е важно как ще се съчетаят възможностите за избор от страна на пенсионера, рисковете (кой поема риска) и разходите за тяхното покриване. Постигането на това съчетаване се предопределя от правния статут и регулаторната база на институцията, която изплаща пожизнените пенсии. Практиката в отделните страни е разнообразна. Пожизнените пенсии под формата на анюитети могат да се изплащат от пенсионен фонд; специално създадена за това финансова институция или създаден от държавата фонд, управляван от или от името на правителството или от застрахователна компания. Застрахователните компании обикновено са доставчици на пожизнените анюитети. Нарастващата продължителност на живота, която се отразява върху повишаването на инвестиционния риск и на риска от дълголетие предполагат повишаващи се изисквания към формираните технически резерви. Като резултат дори на зрели застрахователни пазари броят на застрахователните компании, предлагащи пожизнени анюитети се снижава, което свива конкуренцията на анюитетния пазар и обуславя тенденцията на незначителното му нарастване. За животозастрахователни дружества предизвикателствата са дали са подходящи инвестициите, доколко таблиците за смъртност отразяват очакваната бъдеща продължителност на живота, прилагането на регламентите за платежоспособност на застрахователите.

При типичния сценарий, натрупаните средства на пенсионера ще бъдат прехвърлени от пенсионния фонд към застрахователната компания при пенсиониране, а договора и следователно задълженията на пенсионния фонд към това лице ще се прекратят. На незрелите пенсионни пазари животозастрахователните дружества имат определени актюерски и административни преимущества. Освен това те могат да компенсират ефектите от промените в смъртността между застраховка жи-

вот и пожизнените анюитети, тъй като общите движения в нивото на смъртност на техните клиенти обикновено са лоша новина за едните продукти, но добра новина за другите. В много страни, застрахователната компания вече е включена и във фазата на натрупването и естествен процес би било включването ѝ във фазата на изплащане на анюитети. Това обаче не означава, че пенсиониращите се членове на програмата трябва да имат ограничение да закупуват анюитети само от застрахователя, осъществяващ натрупването. Възможностите за свободен избор на застрахователна компания, която предлага най-добрите продукти означава прехвърляне на средствата към друга застрахователна компания.

*Осигуряването на адекватен и стабилен пенсионен доход* след пенсиониране е продължителен процес, чиято изключителна сложност зависи не само от политически, а и от икономически и регулативни обстоятелства. Така например при нисък размер на осигурителните вноски, при неравномерност на постъпването им във фонда и възвращаемост по-ниска от очакваната по време на фазата на натрупване може да доведе до недостатъчност на средствата към момента на пенсиониране. Отсъствието на регулативна възможност за предлагане на относително нискорискови и в същото време изгодни за осигурените лица пенсионни продукти, в които да се трансформират пенсионните спестявания в „поток“ от доходи при настъпване на осигурителен случай „старост“ може да доведе също до недостатъчност на дохода, ако не веднага, то след известен период (брой години).

Анализът на международният опит<sup>15</sup> в областта на прилагането на различни форми на плащане показва, че независимо от разнообразието на прилаганите пенсионни продукти отделните държави прилагат ограничен брой форми или дават възможност за по-пълна гама от възможни опции за пенсионни плащания.<sup>16</sup> Прилагат се широка гама от опции за пожизнени анюитети. Комбинираните плащания на база отсрочени анюитети обаче все още са в началото на своето предлагане и развитие. Освен застрахователните компании в някои страни доставчици на пожизнени анюитети са и пенсионните фондове(които се регулират като застрахователни компании, защото са на база дефинирани пенсии), а там където регулацията е като пенсионен фонд предстоят дебати за решаване на нерешените въпроси. Едно изследване, проведено от Европейската федерация за пенсионни плащания (European Federation for Retirement Provision)<sup>17</sup> за 20 европейски страни със 41 задължителни и свързани с работното място схеми за дефинирани вноски предимно от Западна и Централна Европа, а също са включени и от бившите социалистически страни Полша, Румъния и Унгария<sup>18</sup> на пенсионните програми с дефинирани вноски показва, че повечето правителства регулират (стриктно или либерално) фазата на изплащане на пенсионните програми с дефинирани вноски. В случаите на по-либерално регулиране работодателите или социалните партньори могат да формират допълнителни ограничителни условия. При индивидуалните спестовни пенсионни планове членовете могат да имат определено влияние върху избора на типа на

---

<sup>15</sup> Rocha, R. D. Vitas and H. Rudolph. Annuities and other Retirement Products: Designing the Payout Phase. World Bank, 2011, p.45-65

<sup>16</sup> Вж. по-подробно. Antolin, P., C. Pugh and Fiona Stuart. Forms of Benefit Payment at Retirement. FECD, Working papers, №26, 2008, Appendix A and Appendix B.

<sup>17</sup> Workplace pensions-Decumulation. EFRP, april, 2011, p.3-5, [www.efrp.eu](http://www.efrp.eu)

<sup>18</sup> Регулирането на фазата на изплащане в Румъния и Унгария не е осъществено в периода, обхванат от изследването. Следва да се имат предвид и промените, които настъпиха в пенсионния модел в Унгария. В Полша изплащането е отложено за 2014 год. (авт.)

плащане според своите предпочитания.

При 20% от плащанията при плановите с дефинирани вноски, обхванати от изследването, е разрешено целият натрупан пенсионен капитал да се изтегля като еднократна сума. Почти 40% от пенсионните плащания на база дефинирани вноски е разрешено ограничено еднократно изплащане на част от натрупаните по партидата средства, а остатъка трябва да се конвертира в регулярно месечно плащане, което може да бъде временен или пожизнен анюитет. При други 40% от схемите с дефинирани вноски всички спестявания трябва да бъдат изплатени чрез средствата на регулиран поток от приходи. Като цяло почти половината от плановите с дефинирани вноски целия или част от натрупания капитал трябва да се конвертира в пожизнен анюитет, като при 35% от тези схеми покупката на пожизнен анюитет може да се отложи до достигането на определена възраст (например 85 години в Германия), когато настъпва края на програмираното изтегляне или на временния (срочен) анюитет).

От показаните обобщаващи данни за разпределението на типичните анюитетни плащания при схемите с дефинирани вноски е видно, че преобладаващите плащания са свързани с показател, който се изменя и следователно самите плащания могат да променят своя размер. Такива показатели са постигнатата инвестиционната възвращаемост и инфлацията. С възвращаемостта на инвестициите са свързани 60% от анюитетите, с минимална възвращаемост 12%, а индексиранияте с инфлацията анюитети са 8%.

### **III. Регулиране на пенсионните плащания на нововъзникващи и развиващи се пазари на капиталовопокривни пенсионноосигурителни продукти**

#### **1. Фактори, предопределящи избора на пенсионното плащане**

Прилагането на която и да е форма на плащане на пенсия означава обоснова ни изчисления, разбиране от страна на бенефициента. Изборът на конкретна форма на пенсионно плащане и изграждането на неговия режим се предопределя от редица фактори.

На първо място следва да се има предвид отредената роля на капиталовите пенсионни схеми в пенсионната система на дадена страна. Колкото е по-голям носителният дял на допълващите капиталови схеми в общия коефициент на заместване на доходите в дадена страна, толкова по-голямо значение следва да се отдава на пожизнените пенсионни продукти и на комбиниранията такива - като например програмирано изтегляне с отсрочен анюитет. При допълнителните задължителни схеми, при които е налице механизъм на автоматично включване, опциите за избор на анюитетен продукт би следвало да бъдат по-ограничени в сравнение с третия стълб – доброволните пенсионни програми. На второ място е важно отчитането на търсенето от страна на участниците в капиталовите пенсионни програми на различни пенсионни продукти. От своя страна то се обуславя предимно от мястото, което заемат пенсиите от капиталовата програма в общия размер на доходите от пенсия. Ако лицето получава от разходопокривната система (която защитава от риска дълголетие и инвестиционен риск) висока пенсия, тогава толкова по-голям ще бъде интересът към програмираните тегления, при които тези рискове не се покриват. Склонността на пенсионера към риск може да обоснове неговите предпочитания към пенсионни продукти, свързани с гарантиране на минимална възвращаемост, гарантиране на минимална пенсия или други пенсионни продукти, при които има защита срещу или се ограничава инвестиционния риск. Важно е също и дали каква

част от общият размер на доходите след пенсиониране заемат доходите от пенсии. При по-високо ниво на лично богатство предпочитанията към програмирано изплащане ще са по-ясно изразени. Ако в личното богатство преобладават инвестиционните имоти, тогава техният притежател е защитен срещу риска от дълголетие и в голяма степен от инвестиционния и инфлационния рискове.

На трето място важен фактор е цената на взаимозаместващите се пенсионни продукти. В Чили например при стартирането на пенсионния пазар закупуването на анюитетен продукт би струвал 6% от натрупаните пенсионни спестявания. При тези цени равнището на анюитета, който би могъл да бъде закупен е бил доста по-нисък от очакваното пенсионно плащане при програмирано изтегляне и следователно ефекта е нарастване на търсенето на програмирани плащания.<sup>19</sup>

На четвърто място, вниманието следва да се насочи към степента на развитие на анюитетния пазар и пазара на програмирани изтегляния. С напредването на процеса на „зреене“ на пенсионноосигурителния пазар и увеличаването на броя на пенсионерите, би следвало да се засили конкуренцията между доставчиците на пенсионни продукти.

Пета група фактори са прилаганите данъчни стимули и финансовата грамотност и информираност на населението. Данъчните стимули трябва да се свързват с равнището на доходите. Ако пазарът не е достатъчно развит и финансовото образование и осведоменост на участниците в пенсионните схеми не са на необходимото ниво може да се ограничи свободата на избора.

Разширяването на анюитетния пазар предполага и адекватна регулация. Оттук и ролята на решението относно институциите, които ще предоставят пожизнените анюитети, защото в крайна сметка въпросът се свежда до това кой ще поеме рисковете във фазата на изплащане и в каква степен и на каква цена. Изборът на институции, извършващи пенсионните плащания се обуславя от развитието на пенсионноосигурителния пазар в дадена страна, натрупаните активи в пенсионните фондове, натрупаният опит в администраторите на пенсионни фондове в изплащането на средствата, конкуренцията на животозастрахователните компании, желанието на други финансови институции да участват в предлагането на пенсионни продукти и т.н.

Шеста група фактори произтичат от прилаганата регулация и надзор в дадена страна. Например при по-строга регулация на програмираните изтегляния от пенсионните фондове по отношение на самия продукт и таксите и ограничаване на степента на пазарна свобода при програмираните изтегляния, доставчиците на анюитети (застрахователните компании) по-лесно могат да „маркетират“ своите продукти, да предлагат по-голяма гъвкавост и следователно да обхванат нарастваща част от пенсионния пазар. От друга страна ограничението да се закупи анюитет само ако пожизнената пенсия е над определено минимално равнище, тогава това ще се стимулира програмираното изплащане. Нормативната възможност за подкрепа от страна на правителството, когато минималното пенсионно плащане при програмирано изтегляне е гарантирано и риска от дълголетие и инвестиционния риск се „прехвърлят“ на държавата също е мотивиращ фактор за избор на програмирано изтегляне.

В държавите, в които реформираните многоколонни пенсионни системи са на фаза натрупване на средства тези проблеми се нуждаят от своевременно решаване. Затова и дебатът в страните, в които капиталовите пенсионни схеми са на база

---

<sup>19</sup> Iglesias, A. Programmed Withdrawals. Investments and Payouts in Funded Pension Systems, FIAP, 2009, p.185

дефинирани вноски, вече започва да се пренасочва към въпроса за ясно регламентиране на формите на пенсионни плащания, които финансовите институции да имат право да предлагат.

## **2. Съвременни форми на пенсионни плащания от капиталовите пенсионни схеми**

Важните въпроси са какъв риск ще поема пенсионера и как ще се регулира оптимизацията на споделянето на риска. В страните от Латинска Америка и в страните от Централна и Югоизточна Европа (в т.ч. и в нашата страна) пенсионните реформи отразяват в една или друга степен опитът на Чили, където пенсионната реформа е проведена преди повече от три десетилетия.

Общите проблеми, които трябва да реши всяка една страна особено икономиките в преход по отношение на фазата на изплащане при пенсионните програми на база дефинирани вноски са в следните направления: какви могат да бъдат формите на изплащане на етапа на декумулация на пенсионните натрупвания; трябва ли да имат възможности за избор лицата, на които предстои пенсиониране и следва ли да се прилагат ограничения при този избор; кои институции могат да изплащат пенсии и какви ще бъдат тяхното регулиране и надзор; какъв следва да бъде данъчният режим на пенсионните плащания и следва ли той да бъде диференциран по отделни форми на плащания. Решенията във всяко едно от тези направления отразяват спецификата на провежданата политика в сферата на пенсионното осигуряване на всяка страна при съществуващите макроикономически условия и демографска картина, както и като се вземат под внимание очакваните изменения на тези условия.

**Пенсионната система в нашата страна** включва капиталовопокривни пенсионни фондове на база на предварително определени вноски – допълнителни задължителни (универсални и професионални) и доброволни (доброволни и доброволни по професионални схеми). Всеки пенсионен фонд е юридически обособен от управляващото ги лицензирано пенсионноосигурително дружество. Активите на пенсионните фондове са де факто разделени от осигурителното дружество и се съхраняват в банка-попечител.

Както в редица други европейски страни, така и у нас пенсионната система ще трябва да се адаптира към неблагоприятните демографски промени. Ефектът от демографските промени върху пенсионната система се изразява върху значителното нарастване на коефициента на зависимост (пропорцията брой пенсионери/на 100 души в работоспособна възраст или брой пенсионери на 100 души осигуряващи се) през следващите десетилетия. Ако се добавят и децата на възраст под 14 години, тогава може да се види на 100 души в трудоспособна възраст колко зависими лица се падат. Който и показател да се разгледа обаче картината не е оптимистична и изисква загриженост.<sup>20</sup> Съществува известен потенциал за смекчаване въздействието на демографските промени върху пенсионната система чрез промени в самата пенсионна система. Част от тези промени касаят гарантиране на приличен стандарт на живот на възрастните хора чрез нарастване на задължителните осигурителни вноски и стимулиране на допълнителното доброволно пенсионно осигуряване.<sup>21</sup> Решаването на общия проблем за адекватност на пенсионната система следователно предполага продължаващо развитие на „финансовата инфраструктура, която да

---

<sup>20</sup> Смекчаване на икономическото въздействие върху застаряването на населението. Възможни варианти за България. Световна банка, август 2013, гл.VI

<sup>21</sup> Пак там, р.ххi

позволи на хората на спестяват повече за пенсия чрез различни механизми за задължително и доброволно пенсионно осигуряване”.<sup>22</sup> В контекста на тази мярка е необходимо и по-внимателното разглеждане и решаване на регулацията и надзора на фазата на изплащане на пенсионни доходи (в смисъл на пенсионно плащане).

В съществуващата законова уредба за допълнителното пенсионно осигуряване в нашата страна са регламентирани следните форми на плащане на натрупаната сума по индивидуалната осигурителна партида (Вж. Таблица 1):

Общото заключение, което може да се направи е, че в сравнение с универсалните пенсионни фондове при доброволното пенсионно осигуряване съществува по-голямо многообразие при предлагането на пенсионни продукти. Както при доброволните, така и при универсалните пенсионни фондове осигурените лица и пенсионерите си запазват индивидуалните си осигурителни партиди, но в доброволното осигуряване не се гарантира минимално равнище на доходност. В настоящото изложение не се разглеждат подробно допълнителните доброволни пенсионни фондове по професионални схеми, тъй като при тяхното изграждане и функциониране се изисква създаване на технически резерви за покриване на биометрични рискове, за гарантиране на минимално ниво на доходност или размер на пенсиите.

Анализът на българското законодателство, касаещо фазата на изплащане е доста комплициран и не дава възможност за еднозначното му отнасяне към принципните подходи при финансовата организация на пенсионните фондове, разглеждани в предходните части на това изложение. Предвид спецификата на задължителните професионални пенсионни фондове в нашата страна, ще бъдат разгледани формите на плащания от допълнителните фондове, които задължително предоставят *пожизнени пенсии за старост* – универсалните пенсионни фондове и доброволните пенсионни фондове, които могат да предоставят пожизнени и срочни пенсии.

В Кодекса за социално осигуряване допълнителното пенсионно осигуряване в нашата страна се дефинира като осъществявано на капиталовопокривен принцип с дефинирани (предварително определени) вноски.<sup>23</sup>

**Таблица 1**

|                                          | Универсален пенсионен фонд | Професионален пенсионен фонд(ранно пенсиониране) | Доброволен пенсионен фонд по професионални схеми                              | Доброволен пенсионен фонд |
|------------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|
| Допълнителна Пожизнена пенсия за старост | да                         | не                                               | Не(по български професионални схеми);да-при чуждестранни професионални схеми) | Да                        |
| Допълнителна срочна пенсия за старост    | не                         | да                                               | да                                                                            | Да                        |
| Право на лична пенсия за инвалидност     | не                         | не                                               | Да, но само при чуждестранни пенсионни схеми                                  | Да                        |

<sup>22</sup> Пак там, р. xxiv

<sup>23</sup> Кодекс за социално осигуряване (обн. ДВ, бр.110 от 1999 г., в сила от 01.01.2000 г.посл. изм. доп.2014 г.)

|                                                                                      | Универсален пенсионен фонд                                                                                                                                                     | Професионален пенсионен фонд(ранно пенсиониране)                     | Доброволен пенсионен фонд по професионални схеми                                                                                                  | Доброволен пенсионен фонд                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Право на еднократно изплащане                                                        | Да(при определени условия), до 50% при инвалидизиране над 70.99%                                                                                                               | Да (при определени условия) Да, до 50% при инвалидизиране над 70.99% | да                                                                                                                                                | Да за натрупаните средства от лични вноски. Вноските от работодател или друг осигурител само при придобиване право на лична пенсия за старост или инвалидност. |
| Право на разсрочено изплащане                                                        | Силно ограничено, само при определени условия                                                                                                                                  | Да(при определени условия)                                           | да                                                                                                                                                | Да                                                                                                                                                             |
| Възможност за изплащане преди възрастта за пенсиониране от разходопокривната система | Да, 5 год. преди придобиване право на пожизнена пенсия за стаж и възраст от Фонд Пенсии на ДОО, ако пенсията е не по-малка от минималната пенсия за стаж и възраст за страната | Да, при специфични изисквания, които тук не се разглеждат.           | Да, до 5 години преди навършване на 60-годишна възраст, ако това е предвидено в колективното споразумение съответно в колективния трудов договор. | Да, 5 год. преди придобиване право на пожизнена пенсия за стаж и възраст от Фонд Пенсии на ДОО.                                                                |
| Право на наследяване                                                                 | Да, за натрупаните средства за осигуреното лице или за остатъка по партидата на пенсионера.                                                                                    | да                                                                   |                                                                                                                                                   | Да, под формата на еднократно или разсрочено изплащане на сумата по партидата на ОЛ или под формата на наследствена пенсия                                     |

Осигуряването в универсален пенсионен фонд дава право на допълнителна пожизнена пенсия за старост след придобиване на право на пенсия за стаж и възраст от фонд „Пенсии” на ДОО, еднократно изплащане до 50% от средствата по индивидуалната партида при пожизнено трайно намалена работоспособност над 70.99% и на еднократно или разсрочено изплащане на суми на наследниците на починало осигурено лице и на пенсионер. В случай, че осигуреното лице или пенсионера няма наследници, средствата по неговата индивидуална партида се прехвърлят в пенсионния резерв, формиран от управляващото фонда пенсионноосигурително дружество. Другите права на осигурените в универсални фондове лица са правото на осигурения да получи пожизнена пенсия 5 години преди възрастта за придобиване на право на пенсия за стаж и възраст от разходопокривния стълб, ако средствата по неговата партида позволяват отпускане на такава пенсия, която е не-по-малка от минималната пенсия от фонд „Пенсии” на ДОО. Когато размерът на пенсията е до 20% от социалната пенсия за старост, сумата се изплаща на пенсионера навед-

нъж или разсрочено при придобиване на правото.

Водещо понятие в правната уредба е индивидуалната осигурителна партида, в която се натрупват вноските на осигуреното лице, отразяват се удържаните такси и дохода от тяхното инвестиране. Пожизнената пенсия за старост се определя въз основа на натрупаната по партидата сума, биометричните таблици за смъртност и техническият лихвен процент, одобрени от регулатора – Комисията за финансов надзор.

### **3. Регулативни проблеми и техните възможни решения, касаещи фазата на плащане от капиталовите пенсионни фондове в нашата страна**

Обстоятелството, че при смърт на пенсионер на универсален пенсионен фонд на неговите наследници се изплаща остатъкът от средствата по индивидуалната му партида (еднократно или разсрочено) означава, че при пенсиониране се запазва индивидуалната партида на лицето, неговата пенсия не се изплаща от пул от средства, представляващи средствата на всички пенсионери на даден универсален пенсионен фонд. Запазването на партидата на пенсионера означава, че той запазва в някаква степен правото си на собственост по време на фазата на изплащане, но не може да се разпорежда със средствата си след отпускането на пенсия, а ако средствата по индивидуалната партида не са изчерпани след смърт на пенсионера те се наследяват. Инвестиционният риск се носи от пенсионера ако колебанията в доходността са извън рамките на нормативните регламенти за гарантиране на минимална доходност.

Изплащането на пожизнени пенсии от пенсионните фондове на база дефинирани вноски дава възможност средствата на пенсионираните лица по индивидуалните партиди да нарастват поради постигната положителна възвращаемост и съответно да се създават обективни предпоставки за индексирание на размера на пенсиите. Това обаче не означава, че трябва да се допуска неустойчивост на размера на пенсиите при постигане на негативна възвращаемост. Безспорно механизмите за гарантиране на възвращаемост се нуждаят от преглед и прецизиране.

Тук е важно да се подчертае, че запазването на индивидуалната осигурителна партида означава още, че риска от надживяване се поема от пенсионноосигурителното дружество, което формира резерв за тази цел. Дивиденди могат да се изплащат от пенсионноосигурителното дружество на неговите акционери, преди формирането на общите и пенсионни резерви. Това включва и пенсионен резерв за покриване на пенсионните плащания за лица, които надживяват заложените в актюерските разчети параметри за продължителност на живота.

Пенсионните резерви, формирани в пенсионноосигурителното дружество, за изплащане на пожизнените пенсии на лицата, преживели по-дълго от актюерските разчети, се формират както от средствата по партидите на лицата без наследници, така и от собствени средства на дружеството. При отпускането на пожизнен пенсия за старост на пенсионери, които са над определен критичен брой, продължителността на живота на които е над средната продължителност на живота (одобрена в прилаганите биометрични таблици), ще се наруши принципа на еквивалентност между наличните средства по партидата и задълженията към пенсионера. При наблюдаваната се трайна тенденция на увеличаване на продължителността на живота средствата в пенсионния резерв на пенсионноосигурителното дружество могат да се окажат крайно недостатъчни предвид големият брой осигурени лица и следователно на бъдещи пенсионери, които участват в универсален пенсионен фонд, управляван от дадено пенсионноосигурително дружество и дори да се налага постоянното заделяне на средства за неговото нарастване. От друга страна формирането

на пенсионен резерв със собствени средства на пенсионноосигурителното дружество (и относително малка част от средства на починали лица без наследници), от който да се изплащат пенсията на лицата с продължителност на живота по-висока от средната, може да има неблагоприятно влияние върху финансовото състояние на самото дружество, а следователно и върху управлението от него фонд.

Решаването на проблема за покриване на риска от надживяване (над средната продължителност на живота) предполага оценка доколко прилагания или по-скоро предвидения за прилагане нормативен подход е съобразен с един от основните принципи в пенсионното осигуряване, а именно принципа на еквивалентността. В теорията на социалното осигуряване този принцип на равнище участници в пенсионния фонд означава равенство между общата стойност на средствата в индивидуалните партии на осигурените лица и стойността на бъдещите плащания към тях, приведени към една и съща дата. Рискът от продължителността на живота трябва да бъде споделян между поколенията на макро и микроравнища. Съществуването на този риск означава неговата оценка и намирането на адекватно отражение в прилаганите биометрични таблици и намиране на форма за неговото споделяне. Решаването на този многоаспектен проблем изисква комплексен подход в контекста на членството на всяка една страна в Европейския съюз при обективните процеси на застаряване на населението и „свиване“ на публичните пенсии. От теоретична и от приложна актуерна гледна точка спазването на този принцип означава изплащането на пожизнени пенсии да се осъществява от обща сметка (пул), в която са прехвърлени средствата на осигурените лица<sup>24</sup>.

Някои от посочените проблеми биха могли да се проявят и във фазата на изплащане при доброволното пенсионно осигуряване. Така например при изплащане на пожизнена пенсия от доброволния пенсионен фонд се предвижда формиране на резерв в компанията за покриване на риска от надживяване<sup>25</sup>. В нашата страна се осъществяват еднократни и програмирани тегления от пенсионните фондове. Изплащането на пожизнени пенсии от доброволните пенсионни фондове също се осъществява и досега, което означава, че пенсионноосигурителните дружества притежават необходимия административен потенциал за осъществяване изплащането на пожизнените пенсии. Освен това при пенсиониране осигуреното лице има право да изтегли средствата по партидата си и с тях „да закупи“ пенсионна застраховка от животозастрахователните компании, ако желае това.

Сложен е проблемът за ограничаване на риска от увеличаване на средната продължителност на живота в перспектива. При липса на страна, която да гарантира изплащането на пожизнените анюитети проблемите трябва да се решават в рамките на пенсионноосигурителното дружество. За да се „застрахова“ срещу риска от дълголетие осигурителното дружество има следните неприложими възможности:

- да намали бъдещите плащания към пенсионери или
- да „прехвърли“ доходност за пенсионерите от доходността по индивидуалните осигурителни партии на активноосигуряващите се лица.

Ясно е, че нито един от тези варианти не е обоснован и приложим. Натрупан

---

<sup>24</sup> Регламентиране на фазата на изплащане от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване-възможности и предизвикателства- доклад, разработен от Работна група на КФН, 2005 г. с.2.

<sup>25</sup> Наредба №19 от 8.12.2004 г. за реда за създаване на пенсионни резерви от пенсионноосигурителните дружества, които управляват универсален пенсионен фонд и/или фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване, на КФН(обн. ДВ, бр. 110 от 2004 г.

ният опит в отделни страни, в които пенсионните фондове изплащат пожизнени пенсии, е относим предимно към капиталови пенсионни фондове на база дефинирани пенсии или при хибридните пенсионни схеми. Важното е, че и при трите основни вида капиталовопокривни пенсионни планове (дефинирани вноски, дефинирани пенсии, хибридни пенсионни планове) се предлага пенсионния продукт – пожизнена пенсия. Последната се определя върху данните от биометричните таблици за смъртност, които съдържат усреднени стойности, което на практика означава разнообразие от продължителността на живота на всеки отделен пенсионер. При това, тъй като доброволните пенсионни фондове имат законова възможност да изплащат пожизнени пенсии и за трите осигурителни случая – за старост, инвалидност и смърт (наследствени), изплащането на преживелите средната продължителност следва да се изплаща от предвидения в Кодекса за социално осигуряване пенсионен резерв, който е един и за трите осигурителни риска.

Редица изследователи предлагат<sup>26</sup>, а също така и в практиката на другите страни е възприето, този проблем да се реши като се предоставя пенсионен продукт, който е съчетание между сигурен срочен анюитет, след изтичането на който се изплаща пожизнена пенсия. Срокът на срочния анюитет да зависи от параметрите на актюерските разчети и предвижданията на дружеството. Той отлага изплащането на пожизнената пенсия и от гледна точка на пенсионноосигурителното дружество дава определена сигурност, че няма да се наложи (или ще се наложи в малка степен) използването на пенсионния резерв, създаден от собствени средства на дружеството с всички произтичащи от това последствия за финансовото му състояние. Този пенсионен продукт обаче означава, че лицето ще получава по-малко отколкото при пожизнената пенсия.

При възприемането на това предложение има две важни обстоятелства.

Първо, натрупаната сума по индивидуалната партида трябва да бъде достатъчна по размер, за да позволява прилагане на сигурен срочен анюитет и пожизнена пенсия, които да са с размери, приемливи за пенсионера. Не може да се твърди обаче, че у нас по партидите на всички осигурени лица в универсалните пенсионни фондове, които ще бъдат първите с право на пенсиониране, тази предпоставка ще е налице. В тази връзка регулаторния режим в нашата страна може да позволява по-голяма гъвкавост. Така например би могло да се разреши на осигурените лица във фазата на натрупване да внасят доброволни вноски в задължителната капиталовопокривна система, което да е свързано със данъчни стимули.

Второ, при положение, че парите по индивидуалната партида на осигуреното лице или на пенсионера се наследяват, прилагането на комбиниран продукт няма особено голям смисъл, тъй като риска от надживяване се отлага във времето. Този продукт има смисъл, ако се споделя риска от надживяване и при формиране на анюитетно плащане, няма индивидуална партида и наследяване.<sup>27</sup>

Постигането на заложените при пенсионната реформа в нашата страна цели

---

<sup>26</sup> Antolin, P., C.Pugh and Fiona Stuart. Forms of Benefit Payment at Retirement. FECD, Working papers, №26,2008;[www.fiap.cl/](http://www.fiap.cl/);Blommenstein, H.,P.Jansen, N. Kortleve and J. Yermo. Evaluating Risk Sharing in Private Pension Plans. OECD, 2009; Investments and Payouts in Funded Pension Systems, FIAP, 2009; Rocha,R., D. Vitas and H.Rudolph. Annuities and other Retirement Products.: Designing the Payout Phase . World Bank, 2011 и др.

<sup>27</sup> Тук не се коментират актюерските аспекти на биометричните таблици, които в съвкупност могат да доведат до намаляване на риска от надживяване. Друг аспект на проблема е при наличие на какви предпоставки следва да се прави актуализацията на тези таблици и на равнището на техническия лихвен процент (авт.)

очевидно могат да бъдат постигнати посредством решаване на комплекс от проблеми, един от които е как да се покрие риска от надживяване. Изплащането на пожизнена пенсия изисква или във фазата на изплащане средствата по партидата да се прехвърлят към общ пул, от който се изплащат пожизнените пенсии на пенсионерите и не се запазва онаследяването на средствата или да се прилага дългосрочно програмирано изтегляне до възрастта на средна продължителност на живота и след това да се прилага пожизнен анюитет.

При втората възможност проблемът е в каква пропорция да се разделят средствата по партидата при пенсиониране между сумата за програмирано изтегляне и сумата за пожизнена пенсия. Както вече се каза по-горе, размерът на пенсията и в двата периода и форми на плащане трябва да бъде адекватна. Съществуват и редица други проблеми от методологично естество - в кой момент да се прехвърлят средствата в общия пул, кога да се определи размерът на пожизнената пенсия и т.н. При всички случаи обаче програмираното изтегляне може и следва да се извършва от пенсионния фонд. Предвид обстоятелството, че по-широка гама от пенсионни продукти е възможно да се предлагат от доброволните пенсионни фондове би било целесъобразно на осигурените лица да им се предостави възможност за по-голям избор. Ключовият методологически проблем при прилагане на комбинирани пенсионноосигурителни продукти – програмирано изтегляне и пожизнени пенсии е критерият, по който натрупаните средства по индивидуалната партида ще бъдат поделени между двете форми на плащания. Допустимо е едновременно плащане и по двете форми. Така например пожизнената пенсия може да покрива определен минимум от средства, необходими за живот, а програмираните изтегляния да са с по-висок размер. Възможен е и обратния подход – по-висока пожизнена пенсия и възможност за програмирано изтегляне на по-ограничени суми.

И при двете разгледани възможности капиталовопокривните схеми в нашата страна ще придобият черти на хибридни пенсионни схеми. Покриването на риска продължителност на живота би могло да бъде отправна точка за оценка на характеристиките на отделните пенсионни планове в съвременните условия. Още повече, че от гледна точка на споделянето на риска в резултат на изследване посредством стохастични симулации е направено заключението, че хибридните пенсионни планове са по-ефективни и заслужаващи внимание форми.<sup>28</sup>

В сферата на социалното осигуряване финансовата организация на осигурителните фондове е винаги предмет на регулация и надзор, която при задължителното осигуряване е изключително висока. По принцип регулацията и надзора са насочени към управление на рисковете, свързани с дадена икономическа дейност. Необходимостта от ограничаване на въздействието на демографския риск върху капиталовите пенсионни фондове е теоретически обосновано и може да се отнесе към методите на прякото административно регулиране от страна на държавата.

### **Заключение**

Неблагоприятните изменения на редица показатели, характеризиращи пенсионните системи са резултат от развиващата се тенденции на застаряване на насе-

---

<sup>28</sup> Заб. При това симулациите показват по-висок коефициент на финансиране и по-висок коефициент на заместване при всички нива на риск. Вж.по-подробно. Blommenstein, H.,P.Jansen, N. Kortleve and J. Yermo. Evaluating Risk Sharing in Private Pension Plans. OECD, 2009,p.7-12

лението с всички неблагоприятни последствия от това за икономиката и от финансово-икономически кризи като част от икономическия бизнес цикъл. От позициите на регулацията и надзора върху дейността на капиталовопокривните пенсионни фондове отчитането на въздействието на застаряването на населението и динамиката на финансовите пазари изисква адаптиране на регулаторната и надзорна рамка към динамиката на пазарната среда, в която се предлагат и доставят пенсионни схеми с оглед пенсионни спестявания както във фазата на натрупване, така и във фазата на изплащане

Рискът от продължителност на живота трябва да бъде споделян между поколенията на макро и микроравнища. Съществуването на този риск означава неговата оценка и намирането на адекватно отражение в прилаганите биометрични таблици и намиране на форма за неговото споделяне във фазата на изплащане на пенсионни доходи. Решаването на този многоаспектен проблем изисква комплексен подход в контекста на членството на всяка една страна в Европейския съюз при обективните процеси на застаряване на населението и „свиване” на публичните пенсии.

Във фазата на изплащане е важно регулирането да дава възможност за гъвкаво избиране на момента на пенсиониране, тъй като анюитетите зависят изключително много от лихвените проценти във всеки даден момент. Също така регулирането следва да дава възможност за фиксиран анюитет или програмирано изтегляне и с течение на времето при достигане на пълен осигурителен период да не се стимулира еднократното изтегляне. Програмираното и еднократното изтегляния са приложими за нововъзникващите и развиващите се пенсионноосигурителни пазари в т.ч. и у нас, когато средствата по партидата са недостатъчни за отпускане на пенсия под формата на пожизнен анюитет.

Хеджирането на риска от продължителност на живота при изчисляването на бъдещи задължения към пенсионерите е от голямо значение. Това на свой ред предполага повишаване гъвкавостта на възможните форми на плащания от пенсионните схеми, управление на инвестиционния риск, повишаване на финансовото образование и осведоменост на осигурените лица и др. В крайна сметка провеждането на тези мерки очертава общи тенденции: прехвърляне не само на инвестиционния риск, а и на риска от дълголетие от правителствата и компаниите върху домакинствата; нарастване на въздействието на финансовите пазари върху разпределението на портфейлите от пенсионни активи (инвестиционен риск) и върху възможностите за постигане на желано равнище на доход от пенсия.

Нормативните решения относно регулацията на фазата на изплащане в страни, в които нарастваща част от доходите след пенсиониране ще се изплащат от капиталовопокривните пенсионни фондове обхващат конвертирането на натрупаната сума в пожизнен анюитет или прилагане на комбинирано изплащане с оглед съчетаване на гъвкавост и ликвидност. Тук обаче от съществена важност е дали участникът има право да избира рисковия портфейл на фонда. В тези случаи пенсионерът следва да има право на повече опции в сравнение с конвенционалните анюитетни плащания.

## ЛИТЕРАТУРА

- Георгиев, Здр. Йорданов, Пл. Теория на социалното осигуряване. Свищов, 2004  
Данева, И. Гаранциите в пенсионните планове на база дефинирани вноски. Трудове на МВБУ, том.6, 2014 год.с.139-178  
Европейски съюз. Бяла книга „Програма за адекватни, сигурни и устойчиви пенсии”, 16.02.2012

- Зелена книга за адекватни, устойчиви и сигурни европейски пенсионни системи SEC (2010)830
- Кодекс за социално осигуряване (обн. ДВ, бр.110, 1999 год., посл.изм. и доп. 2014 год.)
- Наредба №19 от 8.12.2004 г. за реда за създаване на пенсионни резерви от пенсионноосигурителните дружества, които управляват универсален пенсионен фонд и/или фонд за допълнително доброволно пенсионно осигуряване, на КФН(обн. ДВ, бр. 110 от 2004 г.
- Регламентиране на фазата на изплащане от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване-възможности и предизвикателства - доклад, разработен от Работна група на КФН, 2005 г.
- Смекчаване на икономическото въздействие на застаряването на населението. Възможни варианти за България. Документ на Световната банка, август, 2013 г.
- Antolin, P., C.Pugh and Fiona Stuart. Forms of Benefit Payment at Retirement. FECD, Working papers, №26,2008
- Berstein, S. Trends and Challenges in the Reforms to Multiple-pillar Pension Systems around the World, Individual Savings: Better pensions plus Economic Development, FIAP, 2013 \ [www.fiap.cl/](http://www.fiap.cl/)
- Blommenstein, H.,P. Jansen, N. Kortleve and J. Yermo. Evaluating Risk Sharing in Private Pension Plans. OECD, 2009
- Cheek S. And Meklenburg, M. Watching over German Pensions, Global Pensions.com, July(3)
- Dang, T. T. P. Antolin and H. Oxley. Fiscal Implications of Ageing Population: Projections of Age related Spending. OECD, Working papers, №305,2001
- European Commission. The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050), European Economy Special Report 1/2006
- Iglesias,A. Programmed Withdrawals. Investments and Payouts in Funded Pension Systems, FIAP, 2009
- Klipins, T. Annuities and Regulation: a business point of view. Investment and Payouts in Funded Pension Systems. FIAP,2009
- Pensions at a Glance 2013. <http://www.oecd.org/pensions/public-pensions/OECDPensionsAtAGlance2013.pdf>
- Ramirez,C. Brief Reflections on Some of the Challenges Facing the Pension Systems, Individual Savings: Better pensions plus Economic Development, FIAP,2013 \ [www.fiap.cl/](http://www.fiap.cl/)
- Ruskoni, R. National annuity markets: features and implications. OECD, Working paper on insurance and private pensions.№23,2008
- Rocha, R., D. Vittas and H. Rudolph. Annuities and other Retirement Products: Designing the Payout Phase. World Bank, 2011
- Workplace pensions-Decumulation. EFRP, april, 2011, [www.efrp.eu](http://www.efrp.eu)

## **РИСКОВЕТЕ НА КАПИТАЛОВОПОКРИВНОТО ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ ВЪВ ФАЗАТА НА ИЗПЛАЩАНЕ – ПРОБЛЕМИ И РЕШЕНИЯ**

### **Резюме**

В студията вниманието е насочено към проблемни аспекти, свързани с отчитането на рисковете във фазата на плащания от капиталовите пенсионни програми. Поради широтата на проблемната област вниманието е насочено към основните теоретични изходни предпоставки за регламентиране на плащанията и към част от регулаторните механизми, чието прилагане е от особена значимост за устойчива подкрепа на този вид осигурителна дейност, а именно механизма на различните форми на плащания. Въз основа на анализ на нормативната уредба в България се аргументира прилагането на методологически подходи в нашата практика.

JEL класификация: JEL код: E21, G38, J14, J26.

**Ключови думи:** плащания при пенсиониране, еднократни суми, програмирани тегления, пожизнени пенсии, пенсионни фондове, застрахователни дружества, данъчно облагане

## **RISK CAPITAL-RETIREMENT BENEFITS IN THE PAYOUT PHASE – PROBLEMS AND SOLUTIONS**

### **Abstract**

The study focuses on problematic aspects related to reporting of risks in the phase of payments from funded pension programs. Because of the breadth of the problem area it focuses on the basic theoretical assumptions for the regulation of payments and to some of the regulatory mechanisms whose application is of particular importance for sustainable support of this type of insurance, namely the mechanism of various forms of payments. Based on an analysis of the legislation in Bulgaria is justified application of methodological approaches in our practice.

JEL classification: JEL Code: E21, G38, J14, J26.

**Key words:** retirement benefits, lump sums, programmed withdrawals, lifetime pensions, pension funds, insurance companies, taxation