

## **МУЛТИФОНДОВАТА СИСТЕМА ПРИ ПЕНСИОННОТО ОСИГУРЯВАНЕ В СРАВНИТЕЛЕН МЕЖДУНАРОДЕН ПЛАН И ВЪЗМОЖНОСТИТЕ ЗА НЕЙНОТО ПРИЛАГАНЕ В БЪЛГАРИЯ**

Обобщени са основните характеристики на мултифондовата система в пенсионното осигуряване на базата на опита на страни, които вече са възприели този модел. Направен е анализ на възможните портфейли, от които осигурените лица могат да избират, по какво се различават и тяхното представяне през годините. Дадени са препоръки за възприемане на някои специфични черти на мултифондовете в българската система, които ще допринесат за нейното оптимизиране. Обект на анализ са три държави от Латинска Америка (Чили, Перу, Колумбия), една от Централна Америка (Мексико) и пет от Централна и Източна Европа (Литва, Латвия, Естония, Словакия и Унгария). Разгледани са също основни черти на системата в Армения, която е последната страна, въвела подобен тип осигуряване – от 1.01.2014 г.<sup>1</sup>

JEL: G23

Мултифондовата система предоставя възможност на пенсионните компании да структурират портфейли, съобразени с жизнения цикъл на осигурените (Абаджиев, 2009). Редица страни от Латинска Америка и от Централна и Източна Европа я вграждат в своите капиталови системи, като по този начин спомагат за увеличение на очакваната доходност от акумулираните спестявания. Осигурените лица имат възможност да избират не само пенсионната компания, която да управлява вноските, натрупващи се по индивидуалната им партия, но също и рисковия профил на конкретния портфейл от активи (Киров, 2010). Мултифондовата система в пенсионното осигуряване продължава да бъде обект на анализ и дискусии в България повече от десет години, като нейното въвеждане непрекъснато се отлага във времето. Независимо от това все още няма единно мнение относно някои важни характеристики, засягащи този модел. Опитът на страните, въвели мултифондовете в своите осигурителни системи както в Латинска Америка, така и в Европа, показва, че те допринасят за допълнително диверсифициране на риска, който

---

\* УНСС, катедра „Финанси“, jekomilev@yahoo.com

<sup>1</sup> Jeko Milev. MULTIFUND PENSION SECURITY SYSTEM IN COMPARISON WITH OTHER COUNTRIES AND THE OPPORTUNITIES FOR ITS IMPLEMENTATION IN BULGARIA. *Summary*: The article sums up the main characteristic features of the multifund pension security system based on the experience of countries, where the model has been adopted. This is an analysis of possible portfolios, available to the insured persons to select from, their differences and their functioning in the course of time. Recommendations are made how to adopt some specific features of multifunds in the Bulgarian system, in order to optimize it. Three countries from Latin American (Chile, Peru, Colombia), one from Central America (Mexico) and five from Central and Eastern Europe (Lithuania, Latvia, Estonia, Slovakia and Hungary) are studied. The paper points out the main features of the system in Armenia – the latest country, having introduced such type of security – since 1.01.2014.

при схемите с определени вноски се понася почти изцяло от осигуреното лице. Целта тук е да се изясни как тези системи еволюират през годините, вкл. след кризата от 2008 г., какво е представянето на портфейлите с различен риск за същия период и кои от основните им характеристики е добре да залегнат и в българската капиталова система. Резултатите за анализирания период съответстват на теорията, а именно агресивните портфейли имат по-висока волатилност и по-голяма доходност от консервативните, които пък са в състояние по-добре да запазят стойността на спестяванията на осигурените

### Чили

Мултифондовата система е въведена през 2000 г., като в първоначалния си вид всяко пенсионно дружество управлява два фонда. В рамките на първия се осигуряват всички лица с изключение на вече пенсионираните и тези, чиито години до достигане на пенсионна възраст са 10 или по-малко. Те съответно участват във втория тип фонд. През 2002 г. са въведени пет различни фонда, всеки с различен рисков профил в зависимост от възможностите за инвестиции в инструменти с променлив доход.

#### *Възможности за личен избор и служебно разпределение*

Осигурените имат възможност сами да определят в кой от петте вида фондове да постъпват осигурителните им вноски, като ограничения съществуват единствено за пенсионираните лица, мъжете над 55 и жените над 50-годишна възраст. Пенсионерите могат да избират измежду трите фонда с най-нисък рисков профил (фондове С, D и E). Мъжете и жените, чиито инвестиционен хоризонт вече е по-кратък, могат да избират между четири от фондовете (B, C, D и E), като забрана съществува само за фонда с най-рисков профил (A). Характерно за чилийската пенсионна система е обстоятелството, че осигурените лица могат да разпределят своите спестявания между два от фондовете. Тази възможност отсъства в системите на останалите разглеждани страни.

Таблица 1

#### Възможност за избор на осигурените лица в Чили

	Тип фонд	Мъже до 55 и жени до 50 години	Мъже над 55 и жени над 50 години	Пенсионираните лица
Инвестиционни възможности	Фонд А			
	Фонд В			
	Фонд С			
	Фонд D			
	Фонд E			

Източник. Superintendencia de Pensiones, Chile, [www.spensiones.cl](http://www.spensiones.cl)

Мултифондовата система при пенсионното осигуряване в сравнителен международен план...

Ако осигурените не изберат рисковия профил на фонда, те се разпределят служебно в зависимост от възрастта им. Лицата на възраст до 35 години служебно биват назначени във фонд В, тези между 36 и 55 години за мъжете и между 36 и 50 за жените отиват във фонд С, а над 55-годишните мъже и над 50-годишните жени – във фонд D.

Таблица 2

Служебно разпределение на лицата, неизбрали рисков профил на фонда

Инвестиционни възможности	Тип фонд	Лица до 35 години вкл.	Мъже от 36 до 55 и жени от 36 до 50 години	Мъже над 56, жени над 51 години и пенсионирани лица
	Фонд А			
	Фонд В			
	Фонд С			
	Фонд D			
	Фонд Е			

Източник. Superintendencia de Pensiones, Chile, www.spensiones.cl

#### Инвестиционни ограничения

Фондовете с различен рисков профил се различават помежду си в зависимост от възможностите за инвестиции в акции по следния начин:

Таблица 3

Максимални и минимални лимити за инвестициите в акции по фондове (% от активите на съответния фонд)

Тип фонд	Максимален лимит	Минимален лимит
Фонд А	80	40
Фонд В	60	25
Фонд С	40	15
Фонд D	20	5
Фонд Е	0	0

Източник: Superintendencia de Pensiones, Chile; www.spensiones.cl

Таблица 4

Доходност от управляваните активи по фондове (%)

Тип фонд	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Фонд А	-40.26	43.49	11.64	-11.13	6.06
Фонд В	-30.08	33.41	11.38	-7.52	4.88
Фонд С	-18.94	22.53	9.34	-3.79	4.61
Фонд D	-9.86	15.34	7.08	0.06	3.81
Фонд Е	-0.93	8.34	6.71	4.31	3.15

Източник: Superintendencia de Pensiones, Chile; www.spensiones.cl

Средногеометричната доходност за периода 2008-2012 г. за фонд А е отрицателна - минус 2.04%, а за останалите фондове – положителна: за фонд В тя е 0.15%; за фонд С - 1.79%; за фонд D - 2.95% и за фонд Е - 4.27%

### Мексико

Тук мултифондовата система стартира през 2005 г. Първоначално управляващите дружества предлагат на своите клиенти два фонда с различен рисков профил – SB1 и SB2. През 2008 г. вариантите за избор са увеличени с още два фонда – SB3 и SB4. Фондовете се различават помежду си в зависимост от възможностите за инвестиции в инструменти с променлив доход.

#### Възможности за личен избор и служебно разпределение

Осигурените лица се разпределят между четирите фонда в зависимост от възрастта им по следния начин:

Таблица 5

#### Инвестиционни възможности

Тип фонд	Лица под 36 години	Лица между 37 и 45 години	Лица между 46 и 59 години	Лица над 60 години
SB1				
SB2				
SB3				
SB4				

Източник. Asociacion Mexicana de Afores, [www.amafore.org](http://www.amafore.org)

Лицата могат да променят фонда, в който участват, но само с такъв, отличаващ се с по-нисък рисков профил, отколкото този, в който са разпределени според възрастта. Средствата на осигурените могат да постъпват само в един от фондовете.

#### Инвестиционни ограничения

Съществуващите четири фонда в мексиканската мултифондова система имат възможност да инвестират различен процент от своите активи в акции и други инструменти с променлив доход.

Таблица 6

#### Максимални лимити за инвестициите в акции по фондове (% от активите на съответния фонд)

Тип фонд	Максимален лимит
SB1	5
SB2	25
SB3	30
SB4	40

Източник. Asociacion Mexicana de Afores, [www.amafore.org](http://www.amafore.org)

Таблица 7

Доходност от управляваните активи по фондове (%)

Тип фонд	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
SB1	4.40	7.90	8.42	6.95	11.68	0.46
SB2	-0.37	10.59	10.60	5.62	12.95	2.35
SB3		12.48	11.77	5.14	14.50	2.59
SB4		14.53	13.42	4.55	16.54	3.23

Източник: Comision Nacional Del Sistema De Ahorro Para El Retiro, [www.consar.gob.mx](http://www.consar.gob.mx)

През 2008-2013 г. средногеометричната доходност за SB1 е 6.58%, а за SB2 - 6.85%; през периода 2009-2013 г. за SB3 тя е 9.20%, а за SB4 - 10.32%.

### Перу

В тази страна мултифондовата система започва да функционира ефективно от януари 2005 г. Осигурените лица имат възможност да избират между три фонда, които се различават според дела на инвестираните средства в акции.

#### Видове пенсионни портфейли и инвестиционни ограничения

Съществуващите три типа фондове имат различен рисков профил и целят да отговорят по подходящ начин на интересите на лицата както с дългосрочен, така и с краткосрочен инвестиционен хоризонт. Характерно за перуанската мултифондова система е, че при нея активите, в които могат да бъдат вложени средствата на осигурените, се разделят в четири групи, като за всяка има отделен лимит. Инвестиционните инструменти, които са от значение, са: акции и други инструменти с променлив доход, дългови инструменти със срок над една година, деривативни инструменти и краткосрочни финансови инструменти. Изискванията, на които трябва да отговарят трите портфейла, са следните:

Таблица 8

Инвестиционни ограничения за трите типа фондове на перуанската пенсионна система (максимални лимити, %)

Тип фонд	Акции	Дългови инструменти със срок над 1 година	Деривати	Краткосрочни финансови инструменти
Фонд тип 1 (консервативен)	10	100	10	40
Фонд тип 2 (балансиран)	45	75	10	30
Фонд тип 3 (агресивен)	80	70	20	30

Източник. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, <http://www.sbs.gob.pe>

**Възможности за личен избор и служебно разпределение**

Изборът на конкретен фонд е свободен, като тези осигурени, които не предпочетат сами къде да постъпват средствата им, се разпределят служебно във втория тип фонд. Впоследствие те могат да променят това. Единствено лицата, които са навършили 60-годишна възраст и не са заявили изрично, че искат да останат във фонда с балансиран профил, се преместват в този с консервативен характер. За тях съществува и ограничение по отношение на достъпа им до фонд тип 3.

**Доходност за последните години**

Таблица 9

Тип фонд	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	Ноември 2013 г.
Фонд тип 1 ( <i>de Preservación de capital</i> )	-10.20	16.10	5.70	-1.60	9.50	-1.60
Фонд тип 2 ( <i>Fondo mixto</i> )	-26.74	32.90	16.00	-11.30	8.90	-1.30
Фонд тип 3 ( <i>Fondo de apreciación de capital (Fondo de crecimiento)</i> )	-41.70	52.10	31.80	-21.10	7.80	-0.90

\*Данните са посочени на база реална доходност в %.

Източник. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, <http://www.sbs.gob.pe/>

Средногеометричната реална доходност за периода 2008-2013 г. за фонд тип 1 е 2.63%, за тип 2 - 1.24%, а за тип 3 -11.06%.

**Колумбия**

Мултифондовата система е въведена през 2011 г., като по този начин е дадена възможност на над 10 млн. осигурени лица да избират рисковия профил на портфейла, в който постъпват пенсионните им вноски. Съществуват три алтернативни варианта, в които са вградени съответно консервативна, умерено рискова и агресивна инвестиционна стратегия.

**Видове пенсионни портфейли**

Видовете пенсионни портфейли, които имат възможност да структурират и да управляват колумбийските пенсионни фондове, се различават в зависимост от възможностите за инвестиции в акции и други инструменти с променлив доход.

Таблица 10

**Изисквания за структурата на управляваните портфейли**

Вид фонд	Акции и други инструменти с променлив доход	
	Минимум (%)	Максимум (%)
Консервативен	0	20
Умерено рисков	20	45
Рисков	45	70

### *Възможности за личен избор и служебно разпределение*

Осигурените лица имат възможност самостоятелно да изберат в кой от фондовете да се осигуряват. В случай, че не направят избор, те се разпределят служебно в някой от портфейлите с умерено рисков характер. Характерно за колумбийската система е, че с приближаване на законово регламентираната пенсионна възраст определена част от спестяванията на осигурените лица постепенно започват да се прехвърлят във фонда с консервативен профил. По този начин се цели стабилизиране на стойността на спестяванията през последните години преди пенсиониране. Частта от акумулираните средства, която се премества в портфейла с най-нисък риск, е законово регламентирана и зависи както от възрастта на лицето, така и от неговия пол.

Таблица 11

Методика за прехвърляне на част от средствата на осигурените в консервативния фонд

Възраст		Процент от акумулираната сума, която постъпва в консервативния фонд
Жени	Мъже	
52	57	20
53	58	40
54	59	60
55	60	80
56 и повече	61 и повече	100

В Колумбия пенсионната възраст е една от най-ниските в сравнение с други страни от региона и света – за 2013 г. тя е 55 години за жените и 60 за мъжете. Вследствие на приетата преди 10 години реформа за 2014 г. е предвидено увеличение на възрастта съответно до 57 и 62 години.

*По отношение на реализираната доходност<sup>2</sup> средногеометричната доходност за периода 2011-2013 г. за фондовете с консервативен профил е 5.76%; с умерено рисков профил - 6.31%, а за тези с рисков профил - 7.46%.*

### **Литва**

Мултифондовата система в тази страна стартира през 2004 г. Осигурените лица имат възможност да избират между четири фонда с различен рисков профил.

#### *Видове пенсионни портфейли*

Четири типа фондове са: консервативен, с нисък риск, със среден риск и високорисков. Разликата между тях отново, както и при фондовете в

<sup>2</sup> Представената доходност е за периода 31.08.2011 – 31.08.2013 г. на годишна база, <https://www.superfinanciera.gov.co>

разгледаните дотук държави, произтича от позволените различни пропорции за вложения в инструменти с променлив доход.

Таблица 12

Инвестиционни ограничения за четирите типа фондове  
на литовската пенсионна система

Тип фонд	Акции и други инструменти с променлив доход	
	Минимум (%)	Максимум (%)
Консервативен	0	0
С нисък риск	0	30
Със среден риск	30	70
С висок риск	70	100

Пенсионната компания задължително трябва да има портфейл с консервативен профил. Останалите видове се конструират и предлагат на осигурените лица по желание на управляващите фонда (вж. FIAP paper 2010..., р. 5).

*Възможности за личен избор и служебно  
разпределение*

Характерно за литовската мултифондова система е предоставената възможност на осигурените лица сами да изберат фонда, в който да се натрупват осигурителните им вноски без оглед на възрастта им. Осигурените, които не посочат къде да постъпват средствата им за бъдеща пенсия, отиват във фонда с консервативен профил. През 2013 г. е дадена възможност на лицата, внасящи до момента във фонд от втория стълб, да прехвърлят цялата си вноска в първия стълб на осигурителната система. Тези обаче, които изберат да останат и да се осигуряват както в първия, така и във втория стълб на системата, получават допълнителни бонуси под формата на данъчни облекчения и допълнителна вноска от страна на държавата в избрания от тях фонд.

*По отношение на реализираната доходност нормата на възвръщаемост за периода 2008-2012 г. за фондовете с консервативен профил е 3.82%, за фондовете с нисък риск - 5.37%, за тези със среден риск - 4.44%, а за фондовете с висок риск - 3.97% (вж. Lietuvos Bankas...).*

### Латвия

Системата, позволяваща на осигурените лица да избират рисковия профил на портфейлите, в които да спестяват за пенсия, е въведена през 2003 г. Възможностите за избор са три – консервативен, балансиран и агресивен фонд, всеки един от които може да разполага с различен дял, вложен в инструменти с променлив доход.



### Видове пенсионни портфейли

Пенсионните фондове в страната имат възможност да изградят и управляват три различни портфейла. Инвестициите в инструменти с променлив доход за отделните фондове се променят, както следва:<sup>3</sup>

Таблица 13

Тип фонд	Максимален процент за инвестиции в акции и други инструменти с променлив доход
Консервативен	0
Балансиран	25
Агресивен	50

### Възможности за личен избор и служебно разпределение

Всички лица, родени след 1.07.1971 г., задължително се осигуряват в рамките на втория стълб на осигурителната система. Родените между 1.07.1951 г. и 1.07.1971 г. могат да се присъединят към някой от фондовете по свое желание. Целта на законодателя е по този начин в системата да попаднат със сигурност хората, чийто инвестиционен хоризонт е достатъчно дълъг и имат възможност да акумулират спестявания, които да осигурят адекватен размер на пенсията след това. Всички лица имат възможност свободно да изберат рисковия профил на фонда, в който да постъпват вноските за пенсия. Ако не го направят, отиват служебно в консервативния фонд.

Таблица 14

### Доходност за последните години (%)

Тип фонд	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Консервативен	1.67	8.80	5.82	1.51	7.13	0.43
Балансиран	-4.62	11.12	7.07	-1.13	8.21	2.74
Активен	-5.90	11.88	7.77	-2.56	7.25	3.28

Източник. Gatavojies Pensijai Savlaicigi, <http://www.manapensija.lv/en/2nd-pension-pillar/statistics>

Средногеометричната реална доходност за периода 2008-2013 г. за консервативния фонд е 4.18%, за балансирания - 3.75%, а за активния - 3.43%.

### Естония

Мультифондовата система в тази страна стартира през юли 2002 г. Възможностите за избор пред осигурените лица са четири – консервативен, балансиран, рисков и високорисков портфейл.

<sup>3</sup> <http://www.manapensija.lv/en/2nd-pension-pillar/riska-limenis-starp-ieguldijumu-planiem/>

**Видове пенсионни портфейли**

Управляваните от всеки пенсионен фонд портфейли са конструирани с различен дял активи с променлив доход по следния начин:

Таблица 15

Тип фонд	Максимален процент за инвестиции в акции и други инструменти с променлив доход
Консервативен	0
Балансиран	25
Рисков	50
Високорисков	75

Всяка пенсионна компания задължително трябва да предложи на своите клиенти портфейл с консервативен характер. Останалите фондове се правят по преценка и желание на управляващите пенсионната схема.

**Възможности за личен избор и служебно разпределение**

Осигурените лица имат възможност да изберат всеки един от предлаганите фондове без ограничения. Ако не направят сами своя избор, те се разпределят към фонда с консервативен тип портфейл (вж. FIAP paper 2010..., р. 4). Родените след 31.12.1982 г. задължително се осигуряват в пенсионен фонд. Лицата, родени между 1942. и 1983 г., могат по свое желание да превеждат вноски в подобна институция, като периодът в рамките на който може да се направи този избор, е фиксиран между 1 май 2001 и 31 октомври 2010 г. Веднъж в годината осигурените могат да променят фонда, в който се осигуряват.

Таблица 16

**Доходност за последните години (%)\***

Тип фонд/	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Консервативен	-2.03	7.96	4.26	1.25	7.06	-0.63
Балансиран	-19.16	7.94	6.38	-1.77	9.12	2.00
Рисков	-27.36	14.18	10.61	-5.59	9.74	3.87
Високорисков	-	-	16.23	-9.64	12.42	5.48

\* Pensionikeskus Tule Pensionile...

Средногеометричната доходност за периода 2008-2013 г. за фондовете с консервативен профил е 2.91%, за тези с балансиран - 0.25%, за фондовете с рисков профил е отрицателна величина - минус 0.21%, а за високорисковите е 5.64%.

**Словакия**

Мултифондовата система е въведена през 2005 г. Осигурените лица първоначално имат възможност за избор измежду три портфейла с различен

Мультифондовата система при пенсионното осигуряване в сравнителен международен план...

рисков профил – консервативен, балансиран и агресивен. От 1.04.2012 г. е въведен и индексен фонд, който се управлява пасивно. От 1.09.2012 г. пенсионните компании в страната са задължени да предоставят две възможности на своите клиенти – консервативен и агресивен вариант, а по свое желание могат да конструират и допълнителни портфейли, от които да избират осигурените.

#### *Видове пенсионни портфейли*

Управляваните портфейли от пенсионните фондове в Словакия се различават помежду си според дела от активите, инвестиран в инструменти с променлив доход (вж. Asociácia dôchodkových správcovských spoločností...).

Таблица 17

Тип фонд	Максимален процент за инвестиции в акции и други инструменти с променлив доход
Консервативен	0
Агресивен	80

Пенсионните фондове от втория стълб на системата задължително предлагат два портфейла, единият от които не инвестира в инструменти с променлив доход, а другият може да вложи до 80% от средствата на осигурените в подобен тип инструменти.

#### *Възможности за личен избор и служебно разпределение*

От своето създаване през 2005 г. управляващите в Словакия променят не само възможностите за структуриране на портфейли с различен рисков профил, но и на няколко пъти изменят условията за това кои лица могат да участват във втория стълб на системата. През различни периоди осигурените лица от отделни възрастови групи могат по свое желание да предпочетат да внасят или да спрат да правят вноски в пенсионните фондове. Осигурените задължително трябва да изберат профила на портфейла при включване във втория стълб на системата (FIAP paper 2010..., p. 18).

#### *Разпределение на активите и осигурените лица по фондове*

Разпределението на активите по видове фондове в Словакия има следния вид към 30.09.2013 г.:

Таблица 18

Вид портфейл	Стойност, млн. EUR
Консервативен	5051.59
Балансиран	61.90
Агресивен	454.96
Индексен	5621.65

Макар да са задължени да управляват консервативен и агресивен фонд, повечето от шестте пенсионни компании в страната предлагат на своите клиенти в допълнение както балансиран, така и индексен портфейл.

Таблица 19

## Доходност за последните години (%)

Тип фонд	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Консервативен	2.8	1.6	1.2	1.5	2.5	0.6
Балансиран	-5.2	0.8	1.2	1.5	3.0	1.1
Агресивен	-7.4	0.7	1.2	1.4	3.1	2.1
Индексен	-	-		4.55	6.6	15.3

*Източник.* Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny Slovenskej Republiky, <http://www.employment.gov.sk/sk/socialne-poistenie-dochodkovy-system/dochodkovy-system/iipilier-starobne-dochodkove-sporenie/zhodnotenie-majetku/statisticke-udaje-nominalne>

*Средногеометричната доходност за периода 2008-2013 г. за фондовете с консервативен профил е 1.70%, за тези с балансиран - 0.37%, с рисков профил - 1.70%, а за индексните фондове - 6.47%.*

Унгария<sup>4</sup>

Мултифондовата система стартира през 2007 г. Първоначално управляващите пенсионните компании имат възможност по свое желание да въведат инвестиционен избор за осигурените лица. През 2009 г. наличието на портфейли с различен рисков профил става задължително.

## Видове пенсионни портфейли

Всяка пенсионна компания трябва да изгради три портфейла, които се различават помежду си най-вече по възможностите за инвестиции в инструменти с променлив доход. Съществуват също и някои различия, отнасящи се до инвестициите в деривативните инструменти и в недвижими имоти.

Таблица 20

Фонд	Инструменти с променлив доход (%)		Деривативни инструменти (%)	Недвижимо имущество (%)	Чуждестранни ценни книжа
	Минимум	Максимум			
Консервативен	-	10	0	0	Без ограничение
Балансиран	10	40	0	10	
Агресивен	40	-	5	20	

*Източник.* Hungarian Financial Supervision Authority (HFSA), Hungary.

<sup>4</sup> Представени са характеристиките на системата до 2011 г., когато съществуването на фондовете от втория стълб е преустановено.

### *Възможности за личен избор и служебно разпределение*

Осигурените лица в Унгария имат право да изберат в кой от фондовете да се акумулират техните средства. Някои ограничения са въведени единствено за над 57-годишните, на които им остават по-малко от пет години до навършване на нормативно определената възраст за пенсиониране от 62 години. Те са лишени от възможност да изберат агресивния портфейл като вариант за инвестиране на средствата си. Лицата, които не направят сами избор на фонд, се разпределят служебно в зависимост от годините, които не им достигат за пенсия. Осигурените, които имат минимум 15 години до навършване на възрастта за пенсиониране, отиват в агресивния фонд. Лицата, на които им остават между 5 и 15 години до пенсия, са разпределени в балансирания фонд, а тези с до 5 години – в консервативния.

Системата в Унгария е изменена изцяло през 2011 г., когато активите на пенсионните фондове от втория стълб са прехвърлени в рамките на първия, работещ на разходно-покривен принцип. Осигурителните партии на лицата са закрити и държавата поема отговорността за изплащане на пенсиите в бъдеще. Унгарското правителство се отказва от задължителен капиталов елемент в пенсионното осигуряване. Извършеният трансфер на ресурси позволява на държавата да намали краткосрочните си задължения за сметка на увеличение на дългосрочните си такива.

### **Армения**

Тя е най-новата страна, в която е въведена мултифондова система в пенсионното осигуряване. От 1.01.2014 г. осигурените лица имат възможност да избират между три фонда с различна степен на риск. От същата година на практика се въвежда и вторият задължителен стълб, който функционира на капиталово-покривен принцип. Трите фонда, от които могат да избират осигурените лица, са:

- нискорисков – активите му включват само инструменти с фиксиран доход;
- консервативен – до 25% от активите могат да бъдат вложени в акции и деривативни инструменти;
- балансиран – до 50% от активите се инвестират в акции и деривати.

Пенсионните компании са задължени да предложат на осигурените портфейл с консервативен рисков профил, а останалите могат да бъдат изградени по желание. Въвеждането на задължително пенсионно осигуряване на капиталов принцип предизвиква недоволството на осигурените лица, които нямат доверие в частно управляваните пенсионни схеми. Лицата, които са задължени да правят осигурителни вноски в пенсионен фонд, са всички, родени след 1.01.1974 г. Родените преди тази дата могат да се осигуряват по

свое желание. Осигурителната вноска е определена на 5% от brutния доход на лицето.

Очаква се още през първата година от своето съществуване пенсионните фондове да открият партии на 170 000 човека. Прогнозите са, че те ще нарастват с по 50 000 на година до достигане на 600 000 осигурени през 2025 г. (Voskanyan, Avanesyan, 2013).

### **Основни характерни черти на мултифондовите системи**

Опитът на страните, въвели мултифондовете в своите капиталови пенсионни системи, може да послужи като основа за допълнително развитие на българската осигурителна практика. С навлизането на фондовете от втория стълб в техния „зрял“ стадий на развитие необходимостта от портфейли с различен рисков профил става все по-очевидна. За да бъде изградена ефективна система, която да има потенциал да защити в максимална степен интересите на всички осигурени лица, е необходимо предприемането на стъпки по законодателното вграждане на мултифондовете в пенсионното осигуряване. Наличието на вече работещи модели на различни места по света улеснява тази задача, като в същото време води до нарастване на отговорността пред тези, които трябва да вземат нужните решения.

Най-важните въпроси, на които трябва да бъде потърсен отговор, преди да се направят нормативните промени в тази област, са следните:

- *Първо, колко типа фондове да бъдат структурирани, от които лицата да избират.* От табл. 21 се вижда, че има една държава с пет фонда – Чили, където капиталовата система е най-силно развита, а опитът на управляващите пенсионни дружества е най-голям. Има три страни с четири възможности за избор, четири - с по три, и една страна - с две възможности. Заслужава да се обърне специално внимание на опита на Словакия, където пенсионните компании са задължени да структурират най-малко два портфейла, а по свое желание могат да изградят колкото пожелаят. На практика повечето от тях управляват по четири, като към консервативния и агресивния вариант добавят един балансиран и един индексен фонд. Последният е уникален в практиката на мултифондовете. Целта му е да следи движението на даден пазарен индекс, като се управлява пасивно. Сравнително кратката история на неговото съществуване (от 2011 г.) обаче не позволява да се извлекат обосновани изводи за представянето му. В българските условия най-логично изглежда да се стартира с три портфейла с различна степен на риск, като впоследствие бъде дадена възможност на пенсионните компании да структурират колкото портфейли пожелаят в зависимост от оценката на нуждите на осигурените при тях лица.

Таблица 21

Колко типа фондове?

Страна	Брой фондове
Чили	5
Мексико	4
Перу	3
Колумбия	3
Литва	4
Латвия	3
Естония	4
Словакия	2
Унгария	3

• *Второ, какви да бъдат ограниченията за инвестиции в инструменти с променлив доход за всеки един от фондовете.* В табл. 22 са показани обобщено ограниченията по страни за най-консервативния и най-агресивния вариант на управляваните портфейли. Практиката на шест от проучените девет страни показва, че е налице забрана за инвестиции в инструменти с променлив доход в портфейла с най-консервативен рисков профил. Максимално допустимата граница, която съществува за този тип фонд, е 10% (Перу и Унгария). Структурата на портфейла с най-агресивен характер е по-разнообразна по страни. Границите за инвестиции в инструменти с променлив доход варират от максимум 40% за Мексико до 100% за Литва и Унгария.

Съществува ясно изразен стремеж на законодателните органи да гарантират в най-голяма степен стойността на постъпващите вноски във фондовете с консервативен профил. Недопускането на дори минимален процент инвестиции в акции цели да отговори на интересите на две групи лица – на тези, чието пенсиониране предстои съвсем скоро, и на онези, които са изключително скептични към възможностите на пенсионните компании да управляват ефективно по-рискови инвестиции. При въвеждането на мултифондовете в България е добре да се подходи по-гъвкаво и законодателят да вземе предвид периода до настъпване на годината на по-масово пенсиониране на осигурени лица. Например за доброволните и професионалните пенсионни фондове е разумно консервативният тип фонд да се въздържа от каквито и да било покупки на рискови активи като акциите. За универсалните фондове обаче е по-целесъобразно да се даде възможност за притежаване на минимален процент от активи с променлив доход (5 или 10%), имайки предвид все още отдалечения хоризонт на по-значителни плащания от тях. По отношение на агресивния тип фонд допускането на висок процент от активите (дори 100%) да бъдат инвестирани в акции е обосновано, но за българската практика е задължително да има разделение по отношение на

пазарите, на които могат да се търгуват придобитите ценни книжа. Инструменти, търгувани на борси, които се отличават с ниска ликвидност и малки обороти, трябва да имат значително по-малко място в активите на пенсионните фондове.

Таблица 22

Какви да бъдат ограниченията за инвестиции в инструменти с променлив доход?

Страна	Дял на инструментите с променлив доход в консервативния тип портфейл (%)	Дял на инструментите с променлив доход в агресивния тип портфейл (%)
Чили	0	80
Мексико	5	40
Перу	10	80
Колумбия	0	70
Литва	0	100
Латвия	0	50
Естония	0	75
Словакия	0	80
Унгария	10	100

• Трето, какви да бъдат възможностите за избор от страна на осигурените и дали да става служебно прехвърляне към определен тип фонд след навършване на съответната възраст. Въпросът дали лицата да могат сами да избират типа фонд, в който да се осигуряват, или да бъдат служебно разпределяни в зависимост от възрастта, е централен при структурирането на мултифондова система. Нейното въвеждане цели да се удовлетворят интересите на различни възрастови групи, съответно имащи различен хоризонт пред себе си за спестяване и инвестиции. Този факт, както и сравнително слабата финансова грамотност на мнозинството от осигурените води до това, че държавата да се опитва законодателно да определи кой фонд е най-подходящ за даден човек. В същото време поставянето на всички лица под общ знаменател и презумпцията, че „държавата знае най-добре“ едва ли може да се смята за най-подходяща регулация на дългосрочни инвестиции като пенсионните.

В табл. 23 са обобщени данните по страни за това в колко от тях лицата свободно могат да избират рисковия профил на своя фонд и в колко са разпределяни служебно според възрастта. От данните се вижда, че режимът на избор и разпределение е далеч по-либерален в Европа, отколкото в държавите от Латинска Америка. Най-общо осигурените лица имат възможност сами да изберат рисковия профил на портфейла от активи, като известни ограничения съществуват за тези, които приближават пенсионна възраст. Най-рестриктивен е режимът в Мексико, където осигурените автоматично преми-



нават последователно през четирите типа фондове при навършване на определена възраст. В Словакия осигуреният е длъжен изрично да посочи рисковия профил на портфейла, в който да постъпват вноските за бъдеща пенсия. За България, имайки предвид сравнително ниското ниво на заинтересуваност от страна на осигурените лица и липсата на традиции в този тип осигуряване, сякаш най-приемлив изглежда вариантът, приложен в колумбийската практика. Всеки има възможност да избира свободно рисковия профил на портфейла, като пет години преди достигане на пенсионна възраст по 1/5 от средствата ежегодно задължително се насочва към фонда с консервативен профил. По този начин през последната година преди пенсионирането 100% от спестяванията са в най-нискорисковия портфейл от активи.

Таблица 23

Възможности за избор и служебно прехвърляне на осигурени лица при навършване на определена възраст

Страна	Свободен избор	Служебно разпределение
Чили	Да	Само за мъжете над 55 и жените над 50 години
Мексико	Не (освен ако не изберат профил с по-нисък риск)	Да
Перу	Да	Само за лицата над 60 години
Колумбия	Да	След навършване на 52 години за жените и 57 за мъжете част от средствата се прехвърлят задължително в консервативен портфейл
Литва	Да	Не
Латвия	Да	Не
Естония	Да	Не
Словакия	Да	Не
Унгария	Да	Не

• *Четвърто, къде да бъдат насочвани тези, които не направят сами избор.* Лицата, които не изберат фонд с рисков профил самостоятелно, обикновено се разпределят служебно в някой от възможните варианти.

От данните в табл. 24 се вижда, че практиката в отделните страни, разглеждани тук, е различна. Държавите от Латинска Америка са възприели модел на разпределение или според възрастта на осигурените лица (Чили, Мексико), или директно назначение във фонд със средно ниво на риск (Перу, Колумбия). Прибалтийските страни (Литва, Латвия и Естония) са заложили на вариант, при който всички, неизбрали самостоятелно рисковия профил на своя портфейл, отиват в консервативния (с най-ниско ниво на риск) тип фонд. В Словакия бъдещите пенсионери задължително трябва да направят избор, а унгарският опит до 2011 г. се доближава в значителна степен до този на страните от Южна Америка – разпределение на осигурените лица в зависимост от възрастта им в някой от трите типа фондове.

Таблица 24

## Разпределение на лицата, ненаправили сами избор

Страна	Тип фонд, в който се разпределят лицата, ненаправили сами избор	Степен на риск от възможни варианти*
Чили	Фондове В, С и D според възрастта на лицето	2,3,4 (5)
Мексико	Фондове 1,2,3 и 4 според възрастта на лицето	1,2,3,4 (4)
Перу	Балансиран	2(3)
Колумбия	Умерено рисков	2(3)
Литва	Консервативен	1(4)
Латвия	Консервативен	1(3)
Естония	Консервативен	1(4)
Словакия	Съществува задължителен избор	
Унгария**	Фондове 1,2,3 според възрастта на лицето	1,2,3 (3)

\* В скобите е даден броят фондове, от които може да избира лицето, а цифрите пред скобите показват степента на риск на съответния фонд - колкото по-малка е тя, толкова по-нискорисков е фондът.

\*\* Представени са данни за начина, по който е уредено служебното разпределение до 2011 г. След това пенсионните фондове са национализирани

Рационалното инвестиционно поведение предполага разпределение според възрастта. От тази гледна точка опитът на Чили, Мексико и Унгария е за предпочитане при въвеждането на мултифондовете в България. Същевременно налагането на задължителен избор, каквато е практиката в Словакия, има това предимство, че кара осигурените лица да се замислят по-сериозно какво става с парите им за допълнителна пенсия. Поемането на отговорност за самостоятелен избор предполага запознаване с най-съществените характеристики (риск и очаквана доходност) на предлаганите варианти. За страни, в които липсват традиции в такъв тип осигуряване, е важно да се полагат целенасочени усилия за образование на широката публика и за нейното въвличане в цялостния процес на натрупване на спестявания в дългосрочен период (Данева, 2010). Личната заинтересуваност и познания имат значение, тъй като водят до повишаване на прозрачността в управлението на пенсионните компании и до засилване на конкуренцията между тях. Това от своя страна спомага за постигането на по-добри резултати.

\*

Въвеждането на мултифондовата система допринася за по-ефективното управление на средствата на осигурените лица. Това се вижда и от реализираната доходност за последните години. Практиката потвърждава

теоретичните постановки и доказва, че портфейлите с по-ниско ниво на риск имат и по-малки колебания в постигнатата възвръщаемост през годините, вкл. по време на финансова криза. Същевременно фондовете, чиито активи се състоят в по-голяма степен от финансови инструменти с променлив доход, се отличават със значителна волатилност – големи загуби през кризисните години и високи печалби в периодите на икономически подем. Правят впечатление по-добрите резултати, постигнати от фондовете от Латинска Америка, особено тези в Чили, Мексико и Колумбия. За това допринасят по-големите експозиции към компании от този регион, който се отличава със значителен растеж през последните години.

Трябва да се подчертае, че въвеждането на фондове с рисков профил води до увеличение на очакваната доходност от управляваните портфейли. Дали действително реализираната възвръщаемост ще бъде висока или ниска, зависи много от конкретния момент, към който тя се измерва. Ето защо е важно нормативната уредба да бъде изградена по начин, който обръща внимание на всеки един от съществените компоненти, засягащи осигуряването на капиталов принцип – инвестиции, осигурени лица, момент на преминане от един рисков профил към друг, пенсионна възраст (Манов, 1997; Милев, 2005).

Ефективното управление на риска, който при подобен тип системи се понася почти изцяло от осигурените (Гочев, Манов, 2003), изисква съблюдаване на всеки от посочените елементи. Несправянето с тази задача може да доведе до загуби, които бъдещите поколения пенсионери трудно могат да понесат. От това може да последва осъществяване на натиск за промени и увеличаване на вероятността за връщане на старата система. В същото време правилното вграждане на мултифондовете като елемент на осигуряването за пенсия с дефинирани вноски би допринесло значително за подобряване на адекватността на пенсионните плащания и по-добър живот на възрастните хора.

*Използвана литература:*

Абаджиев Н. (2009). Въвеждане на мултифондовете в българската пенсионна система – готовност за началото. С. Международна конференция, септември.

Гочев, Г., Б. Манов (2003). Социално осигуряване – теория и практика. „Тракия М“.

Данева, И. (2010). Инвестиционна политика на пенсионните и здравноосигурителните фондове. С.: ВУЗФ.

Киров, С. (2010). Частните пенсионни схеми. „Фабер“

Манов, Б. (1997) Доброволно пенсионно осигуряване. „РАЦИО 90“.

Милев, Ж. (2005). За либерализиране на инвестициите на пенсионните фондове. - Банки, инвестиции и пари, N 10.

*Voskanyan, M., A. Avanesyan.* (2013). Armenian pension system reform: Problems, Prospects, Opportunities. Armenian Economic Association Conference. FIAP Paper 2010. Description and Analysis of the Multifund Systems in the Latin American and Eastern European Pension Systems.

*Интернет източници:*

Asociacion Mexicana de Afores, [www.amafore.org](http://www.amafore.org)  
Asociácia dôchodkových správcovských spoločností, <http://www.adss.sk/en>  
La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, <http://www.sbs.gob.pe>  
Lietuvos Bankas, <http://www.lb.lt>  
Gatavojies Pensijai Savlaicigi, <http://www.manapensija.lv/en>  
Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny Slovenskej Republiky, <http://www.employment.gov.sk/sk>  
Pensionikeskus Tule Pensionile, <http://www.pensionikeskus.ee/>  
Superintendencia de Pensiones, Chile, [www.spensiones.cl](http://www.spensiones.cl)  
<https://www.superfinanciera.gov.co>

31.III.2014 г.