

# REFORME PENZIJSKOG SISTEMA I PENZIJSKI FONDOVI

Nenad Đokić\*

**Sažetak:** Obezbeđivanje penzija u penzijskom sistemu zasnovanom na principu „plaćaj kako ti ide“ suočava se sa velikim teškoćama. Osnovni uzrok ovih teškoća je rastući broj penzionera u poređenju sa brojem zaposlenih iz čijih se prihoda sakuplja novac neophodan za penzije. Ovi problemi rešavaju se reformama penzijskog sistema u brojnim zemljama. Reforma podrazumeva stvaranje penzijskog sistema sa tri stuba u kome će postojeći sistem biti reformisan i pretvoren u prvi stub, dok će se drugi i treći stub zasnovati na penzijskim fondovima. Penzijski fondovi su institucionalni investitori koji imaju posebne odlike i način investiranja. Potreba za reformom prisutna je i u Republici Srbiji i ovde su opisani uslovi i zakoni u vezi sa počinjanjem reforme u njoj.

**Ključne reči:** reforma penzijskog sistema, trostubna struktura penzijskog sistema, penzijski fondovi, strategije investiranja penzijskih fondova, dobrovoljni penzijski fondovi

**Abstract:** Providing pensions in pension system based on „pay as you go“ principle faces great difficulties. The main reason for these difficulties is the increasing number of pensioners compared to the number of employees from whose income money needed for pensions is collected. These problems are being solved by reforms of pension system in a number of countries. The reform considers creating a three-pillar pension system in which the existing system will be reformed and transformed into the first pillar, while the second and the third pillar will be based on pension funds. Pension funds are institutional investors that have special characteristics and way of investing. The need for reform is also present in The Republic of Serbia and here are described conditions and laws considering the beginning of its reform.

**Key words:** The reform of the pension system, three pillar structure of pension system, pension funds, investment strategies of pension funds, voluntary pension funds

## Uvodne napomene

Pojava da država brine o grupama svog stanovništva koje su u težoj situaciji nego neke druge, a među kojima su i stari ljudi, nije bila nepoznata istoriji pre vremena pruskog kancelara Otto von Bismarcka. Međutim, tek će propisi u socijalnoj sferi koje je on uveo u Pruskoj u XIX veku, a među kojima je bilo i uvođenje prvog penzijskog sistema, biti kasnije označeni kao početak i jedan od temelja takvog ponašanja države prema svojim građanima koja će biti nazvana država blagostanja. Ideja je tada bila da svi pripadnici pojedinih grupa radnog stanovništva koji dožive da postanu stariji od 70 godina, dobijaju određeni iznos penzije koji bi država prikupljala pre svega od radno aktivnog stanovništva. Jednom rečju, penzije će biti isplaćivane na principu međugeneracijske solidarnosti. Na takvim osnovama i danas funkcioniše penzijski sistem u velikom broju zemalja, a sredstva prikupljena na principu međugeneracijske solidarnosti predstavljaju i dalje značajan izvor iz koga se penzije isplaćuju. Na drugom kraju sveta, u SAD, American Express Company 1875. osniva prvi penzijski fond. U Srbiji je prvu pojedinačnu penziju dodelio srpski knez Miloš Obrenović 1833. godine<sup>1</sup>, a sadašnji penzijski sistem nastajaće u godinama i decenijama koje će doći, prateći sve promene kroz koje je država prolazila.

Danas, krajem prve decenije XXI veka, pored primene sadašnjem trenutku prilagođenog Bizmarkovog modela socijalnog osiguranja i načina prikupljanja sredstava za isplatu penzija na principu međugeneracijske solidarnosti, postoji i niz drugačijih mogućnosti kako regulisati socijalnu zaštitu i penzijski sistem. Na

---

\* Nenad Đokić, saradnik u nastavi, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

<sup>1</sup> www.pio.rs (istorijat)

primer, Beveridžov model univerzalne socijalne zaštite podrazumeva socijalnu brigu o svim stanovnicima jedne države na principu solidarnosti svih njenih građana. Ovaj model, koji se danas primenjuje u Velikoj Britaniji, Švajcarskoj, Kanadi i SAD, finansira se najvećim delom iz poreza, i postao je alternativa Bizmarkovom modelu socijalne zaštite, koji se odnosio, pre svega, na radnike. U domenu obezbeđivanja sredstava za isplatu penzija, pored uloge države i obaveznog penzijskog osiguranja (fondovi koji posluju na distributivnom principu tj. principu međugeneracijske solidarnosti), nastaju privatni penzijski fondovi, dobrovoljno penzijsko osiguranje, a sredstva uložena u ove fondove, uvećana posle određenog broja godina za deo iznosa dobiti koji je penzijski fond tokom godina investiranja ovih sredstava uspeo da ostvari, isplaćuju se upravo onim licima koja su ta sredstva izdvajala ili za koja su ta sredstva izdvajana. Reč je o fondovima koji posluju na principu kapitalizacije.

### **Uzroci krize penzijskog sistema i njegove reforme**

Upravo su nove mogućnosti obezbeđivanja penzija otvorile vrata izlasku iz krize u kojoj se penzijski sistem koji funkcioniše na principu međugeneracijske solidarnosti našao. Naime, način prikupljanja sredstava za isplatu penzija na principu međugeneracijske solidarnosti podrazumeva isplatu penzija po principu *pay as you go* (plaćaj onako kako ti ide). Najčešće se za isplatu penzija u jednom momentu mogu koristiti samo ona sredstva koja se mogu prikupiti od radnika u tom momentu. Često se ovakav način prikupljanja sredstava poredi sa principom rada „protočnih bojlera“, jer teži da se ostvari ravnoteža priliva i odliva novca. Ovakvi sistemi isplate penzija nazivaju se i fundiranim penzijskim planovima<sup>2</sup> ili isplatama iz fondova koji se finansiraju na distributivnom principu. U SAD na ovaj način funkcioniše Fond za socijalno osiguranje koji pokriva gotovo sva lica zaposlena u privatnom sektoru. Problemi koji su se pojavili u vezi sa funkcionisanjem ovakvog načina obezbeđivanja penzija doveli su do toga da su prikupljena sredstva za isplatu penzija uglavnom dovoljna za isplatu penzija takve visine koja nije zadovoljavajuća za podmirivanje osnovnih životnih potreba najvećeg dela penzionera ili pak do toga da uopšte nisu dovoljna za isplatu i takvih penzija, što dovodi do intervencije države koja obezbeđuje nedostajući deo sredstava. Prva penzija koju čovek primi kao penzioner uglavnom je znatno niža od poslednje plate koju je primio kao zaposleni. Tako je odnos prosečne penzije i prosečne zarade 45,2% u Nemačkoj, 42,8% u Makedoniji, 38% u Velikoj Britaniji, 34,7% u SAD<sup>3</sup>. Kolike su razmere krize možda najbolje ilustruje rezultat jednog istraživanja po kome mladi u SAD više veruju u postojanje letećih tanjira nego obećanju vlade da će im isplatiti njihove beneficije socijalnog osiguranja<sup>4</sup>.

Uzroci krize koja je ugrozila funkcionisanje finansiranja isplate penzija po principu međugeneracijske solidarnosti mogu se potražiti pre svega u stalnoj promeni u odnosu broja radnika i penzionera i to smanjivanjem broja radnika u odnosu na broj penzionera. To konkretno znači da je sve manji broj radnika, koji primaju plate od kojih se deo izdvaja za isplatu penzija, u odnosu na broj penzionera kojima se te penzije isplaćuju. U narednim redovima navedeno je nekoliko podataka koji ovo potvrđuju. U SAD je 1935. odnos broja zaposlenih i penzionera bio 11:1, polovinom osamdesetih 3:1<sup>5</sup>, a naročito povećanje broja penzionera se očekuje nakon 2011. kada će početi da se penzonišu sada zaposleni, pripadnici posleratnih generacija, rođeni u vreme visokog prirodног priraštaja, takozvani *baby boomers*<sup>6</sup>. Slični problemi nisu zaobišli ni zemlje Evropske unije gde je odnos broja zaposlenih i penzionera trenutno 4:1, a očekuje se da će 2050. biti 2:1<sup>7</sup>. Odnos broja zaposlenih i penzionera koji omogućava normalno funkcionisanje penzijskog sistema ne bi trebalo da se spusti ispod vrednosti 3,5:1<sup>8</sup>. Promene brojčanog odnosa penzionera i zaposlenih mogu se objasniti promenom u prosečnoj dužini ljudskog veka. Primera radi<sup>9</sup>, 1920. godine u svetu je broj

<sup>2</sup> Nenad Vunjak, Ljubomir Kovačević, *Bankarstvo: bankarski menadžment*, Proleter-Ekonomska fakultet Subotica, Bećej-Subotica, 2006. str. 35.

<sup>3</sup> Zdravko Petrović, Dragan Mrkšić, *Životna osiguranja*, Dis public, Beograd, 2005. str. 134.

<sup>4</sup> Frederik S. Miškin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006. str. 296.

<sup>5</sup> Zvonko Burić, *Institucionalni investitori na finansijskom tržištu*, Štamparija Borba, Beograd, 1998. str. 111.

<sup>6</sup> Frederik S. Miškin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006. str. 296.

<sup>7</sup> www.bbc.co.uk (Izveštaj Evropske komisije ministrima finansijskih EU)

<sup>8</sup> Zdravko Petrović, Dragan Mrkšić, *Životna osiguranja*, Dis public, Beograd, 2005. str. 134.

<sup>9</sup> Jovo Jednak, *Finansijska tržišta*, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2007. str. 173.

starijih od 65 godina uzima udeo u ukupnoj populaciji od 4,6%, a očekuje se da će taj udeo do 2030. narasti na 18-25%. Još jedna demografska komponenta, uzročnik ovakvog trenda promene broja penzionera i zaposlenih, je nizak prirodni priraštaj.

Osim ovakvih tendencija prisutnih i u drugim zemljama, listi uzročnika krize penzijskog sistema u Srbiji mogu se pridodati i određene, našoj zemlji svojstvene činjenice: visok procenat nezaposlenosti, prisustvo sive ekonomije, ranija izrazita nerestriktivnost u propisima koji su regulisali pravo na odlazak u penziju, posledice dešavanja kroz koje je država prošla u poslednjoj deceniji prošlog veka, a koja su se odrazila i na funkcionisanje fonda za penzijsko-invalidsko osiguranje. Pored toga, kod trendova koji u celom svetu dovode do problema funkcionisanja penzijskog sistema, Srbija zauzima jedno od vodećih mesta. Odnos broja zaposlenih i penzionera<sup>10</sup> već je dostigao 1:1,3, dakle, veći je broj penzionera nego zaposlenih. Nizak prirodni priraštaj veoma je izražen, pa se Srbi ubrajaju među najstarije nacije u svetu. Posledica je to da država Srbija mesečno iz budžeta dotira 40% sredstava neophodnih za isplatu penzija, a ipak 60% penzionera živi na ivici egzistencije.

Reforme penzijskog sistema su neophodne, kako u razvijenim zemljama, a još više u zemljama u razvoju i postsocijalističkim zemljama koje karakteriše proces tranzicije. Razvijene zemlje mogu se podeliti u dve grupe<sup>11</sup>. U prvoj su zemlje u kojima penzijske aktive čine više od 60% GDP (Holandija, Švajcarska, Velika Britanija, SAD), gde je izraženija investiciona aktivnost penzijskih fondova, dok su u drugoj grupi zemlje gde je to učešće kreće oko 20% (Nemačka, Japan, Italija, Francuska). Za ovu drugu grupu zemalja karakteristično je da je razvijenije finansiranje prava na ostvarivanje penzija po principu međugeneracijske solidarnosti. Penzijski fondovi koji na ovom principu funkcionišu uspevali su da u pojedinim periodima pored obezbeđivanja tekuće isplate penzija, deo sredstava odvoje za rezerve, koje bi dalje mogli plasirati i time uvećavati sredstva kojima fond raspolože. U takvom poslovanju bi i trebalo da se ogleda suština njihovog postojanja. Na primer, u pojedinim razvijenim zemljama, ovakvi penzijski fondovi uspevali su čak i da znatno povećaju vrednost svoje aktive. Međutim, sve to bilo je posledica pre svega snažne i stalno rastuće ekonomije, a ne rastućeg broja zaposlenih i njihovog doprinosu ovim institucijama, odnosno naročito profitabilne investicione politike<sup>12</sup>. Ostaje, dakle, potreba da se i u ovim zemljama preduzmu reforme ka obezbeđivanju većeg oslonca budućih penzija na isplate fondova čije se poslovanje zasniva na principu kapitalizacije.

Najčešće usvojen model penzijskog sistema, koji bi trebalo da u procesu reformi bude izgrađen, jeste penzijski sistem sa tri stuba<sup>13</sup>. Prvi stub je državno, obavezno penzijsko osiguranje, koje bi se i dalje finansiralo doprinosima zaposlenih i njihovih poslodavaca, ali bi pretrpelo određene reforme. Taj prvi stub u stvari predstavlja dosadašnji sistem finansiranja prava na isplatu penzija po principu međugeneracijske solidarnosti tj. fondove koji se finansiraju po principu distribucije. Drugi stub bi predstavljalo takođe obavezno penzijsko osiguranje, tj. dopunsko penzijsko osiguranje koje se bazira na obaveznoj individualnoj kapitalizaciji štednje, dok treći stub predstavlja dobrovoljno penzijsko osiguranje, zasnovano na dobrovoljnoj individualnoj kapitalizaciji štednje. Oba ova stuba zasnivala bi se na penzijskim fondovima, čije finansiranje funkcioniše na principu kapitalizacije.

Transformacija penzijskog sistema od sistema koji se sastoji samo iz prvog stuba do izgradnje sva tri stuba novog sistema može se podeliti u dve faze<sup>14</sup>. Prva faza bi obuhvatila reformu već postojećeg prvog stuba penzijskog sistema, pri čemu bi se pooštrili uslovi za odlazak u penziju paralelno sa racionalizacijom obračuna visine penzija. Od mera u okviru prve faze, najčešće se predlažu: povećanje starosne granice za odlazak u penziju i njeno ujednačavanje za žene i muškarce, porast minimalnog staža neophodnog za dobijanje penzionog osiguranja uz odgovarajuću proporcionalnu redukciju penzije za svaku nedostajuću

<sup>10</sup> Isto, str. 177-178.

<sup>11</sup> Milutin Ćirović, *Finansijska tržišta: instrumenti, institucije, tehnologije*, Naučno društvo Srbije, Beograd ,2007. str. 235.

<sup>12</sup> Zvonko Burić, *Institucionalni investitori na finansijskom tržištu*, Štamparija Borba, Beograd, 1998. str. 78.

<sup>13</sup> Veselin Avdalović, Boris Marović, *Osiguranje i teorija rizika*, Centar za automatizaciju i mehatroniku, Novi Sad, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd, 2006. str. 105.

<sup>14</sup> Zvonko Burić, *Institucionalni investitori na finansijskom tržištu*, Štamparija Borba, Beograd, 1998. str. 119-122.

godinu, sužavanje primene instituta beneficiranog radnog staža, minimiziranje mogućnosti za odlazak u prevremenu penziju uz odgovarajuću oštru redukciju penzije, pooštravanje uslova za sticanje prava na invalidsku penziju, utvrđivanje penzijskog osnova s obzirom na zarade tokom celokupnog staža osiguranja, smanjenje procenta za utvrđivanje visine penzija, promena načina revalorizacije penzija u uslovima rasta cena i plata, postepeno smanjenje razlika u visini penzija u pravcu njihovog ujednačavanja (nadole), garantovanje svim penzionerima odgovarajućeg minimalnog iznosa penzije. Naravno, neće sve nabrojane mere biti korišćene, niti će intenzitet korišćenih mera biti istovetan u različitim procesima reformi. Prvi stub penzijskog sistema tj. javna šema penzijsko-invalidskog osiguranja ne bi bila ukinuta, već bi nastavila da funkcioniše, sa ciljem da u dužem roku doprinosi koji se uplaćuju javnoj komponenti penzijsko-invalidskog osiguranja i koji bi za izvesno vreme i dalje ostali obavezni, budu na nivou da se njima obezbeđuje isplata minimalne penzije.

Druga faza reforme penzijskog sistema imala bi za cilj njegovu postepenu transformaciju putem formiranja privatne šeme osiguranja koja bi u potpunosti bila bazirana na kapitalizaciji. Predlaže se da privatno penzijsko osiguranje bude obavezno za sve novozaposlene i zaposlene koji se ne nalaze pri kraju radnog staža. Podrazumeva se da ovakvo ulaganje sredstava povlači odgovarajuće poreske olakšice i oslobođenja od strane države. Prava po osnovu privatnog penzijskog osiguranja bi se utvrđivala isključivo na aktuarskim principima, odnosno zavisila bi od sume prethodno uplaćenih doprinosa i prinosa realizovanih njihovim investiranjem, a ne od nivoa zarade zaposlenog kao što je u dosadašnjem sistemu bio slučaj. Sredstvima bi upravljalje posebno ovlašćene privatne agencije na konkurentskoj osnovi, uz rigoroznu kontrolu nadležnih državnih tela. Ukupan penzijski prihod na koji bi penzioner polagao pravo sastojao bi se, dakle, iz dve komponente: prve, koju bi činio garantovani minimalni iznos po osnovu javnog penzijskog osiguranja i druge, koju bi predstavljala razlika do nivoa željene penzije koja bi se ostvarivala putem privatne šeme osiguranja (obavezogn i dobrovoljnog plana štednje za starost).

Reforma penzijskog sistema, iako je identifikovana kao nužnost, nailazi na protivljenja određenih segmenata stanovništva u državama<sup>15</sup>. Penzioneri, čiji broj, a time i politički uticaj sve više raste, zatim zaposleni pri kraju svog radnog veka, pa potom zaposleni sa pravom da steknu penziju pod beneficiranim uslovima, kao i zaposleni u pojedinim državnim institucijama i preduzećima kojima aktuelni penzijski sistem odgovara, uglavnom predstavljaju one snage koje usporavaju i zaustavljaju reforme penzijskog sistema. S druge strane, mlađa i srednja generacija zaposlenih, čiji su prihodi opterećeni visokim izdvajanjima, što utiče i na njihov životni standard, sve su manje motivisani da značajan deo svog prihoda ustupaju sadašnjim penzionerima, pogotovo kada su pri postojećem dejstvu demografskih i ekonomskih faktora njihova buduća penzijska primanja sasvim neizvesna.

Uprkos protivljenju, reforme penzijskog sistema započete su u mnogim zemljama. Reforma je najpre pokrenuta u Čileu 1981., a sledeći njegov primer reformu započele su i Argentina, Peru i Kolumbija. I razvijene zemlje, među kojima su Švajcarska i Austrija, pristupile su reformi penzijskog sistema. U pojedinim zemljama (Češka, Poljska, Mađarska, Slovenija) deo državnog kapitala u procesu privatizacije transferisan je penzijskim fondovima. U našem okruženju, reforme penzijskog sistema prihvatile su i Hrvatska, Rumunija i Makedonija reformišući postojeći sistem i utvrđujući drugi i treći stub penzijskog sistema, koje čine penzijski fondovi kao institucionalni investitori sa svojim specifičnim investicionim strategijama.

### **Penzijski fondovi i njihove strategije investiranja**

Penzijski fondovi ubrajuju se u institucionalne investitore. Osim penzijskih fondova, tu pripadaju i osiguravajuće organizacije, finansijske kompanije i zadužbine<sup>16</sup>. Institucionalni investitori postali su značajni učesnici na finansijskom tržištu. Ne samo što je njihova uloga neuporedivo izraženija na ovim tržištima nego što je uloga individualnih investitora, već njihova uloga na ovim tržištima postaje sve izraženija i u odnosu

<sup>15</sup> Zvonko Burić, *Institucionalni investitori na finansijskom tržištu*, Štamparija Borba, Beograd, 1998. str. 118.

<sup>16</sup> Branko Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2005. str. 95.

na tradicionalne investitore. Tako je od početka prošlog veka učešće banaka u ukupnoj finansijskoj aktivi opalo za više od polovine, dok su netradicionalni finansijski posrednici koji početkom tog veka uglavnom nisu ni postojali, učestvovali sa 1/3 u ukupnoj finansijskoj aktivi u SAD u periodu od 1986. do 1990<sup>17</sup>. Sami penzijski fondovi počeli su tokom proteklih decenija da zauzimaju sve veći udeo u ukupnoj aktivi finansijskih posrednika. Tako su penzijski fondovi u SAD 1960. godine učestvovali u ukupnoj aktivi finansijskih posrednika (u koje se pored njih svrstavaju i osiguravajuće kompanije, finansijske kompanije, investicioni fondovi, depozitne institucije-banke) sa 10%, da bi to učešće naraslo na 22,6% krajem 2002. godine<sup>18</sup>. Danas institucionalni investitori svojim obimom poslovanja utiču na obrasce kreiranja i trgovinu finansijskim instrumentima. Specifična razlika<sup>19</sup> institucionalnih investitora je u tome što oni nisu predmet monetarnog regulisanja, niti obezbeđuju funkciju plaćanja, u tome što imaju pretežno fiducijsku ulogu (funkciju poverenja), kao i u tome što preuzimaju rizike koji ne proističu iz normalne ekonomске aktivnosti, već iz okolnosti koje su vezane za uslove života i prirodne uslove.

Različiti autori na drugačije načine vrše klasifikaciju penzijskih fondova i nazivaju ih različitim imenima. Uopšteno govoreći, penzijski fondovi mogu se podeliti u dve velike grupe. Prva grupa su fondovi koji posluju na distributivnom principu. Ovi fondovi funkcionišu na principu međugeneracijske solidarnosti ili, slikevito govoreći, principu protočnih bojlera. Svrha njihovog funkcionisanja obuhvata pored transfera sredstava od radnika ka penzionerima i formiranje određenog nivoa rezervi koji bi se mogao plasirati na finansijskom tržištu. Međutim, praksa njihovog funkcionisanja pokazala je da oni najčešće imaju problema i da obezbede dovoljan iznos sredstava za tekuće isplate penzija. Zbog toga, pojedini autori ove fondove i ne smatraju penzijskim fondovima. U svakom slučaju, njihova uloga na finansijskim tržištima je neprimetna. Druga grupa fondova su fondovi zasnovani na principu kapitalizacije. Oni se dele u dve grupe. Prvi su fondovi sa utvrđenim doprinosima, gde kasnije isplate penzija nisu precizno definisane već zavise od uspešnosti investiranja uplaćenih sredstava. Investicioni i rizik inflacije snosi sam zaposleni, ali ne gubi akumulisana sredstva ako napusti svoje preduzeće. Druga grupa su fondovi sa utvrđenim isplatama. Zaposleni ne snosi investicioni rizik, ali snosi rizik gubitka penzije ako napusti preduzeće ili poslodavac bankrotira ili na drugi način zloupotrebi fondove. Može se uočiti tendencija prelaska iz programa definisanih isplata ka programima definisanih doprinosa iz istih razloga zbog kojih dolazi do prenosa iz državnih penzijskih programa na poslovne programe penzijskih fondova.

S obzirom na to da su premije koje penzijski fondovi isplaćuju svake godine veoma predvidive, penzijski fondovi investiraju u dugoročne hartije od vrednosti, a najveći deo njihove aktive čine obveznice, akcije i dugoročni hipotekarni krediti<sup>20</sup>. U pogledu kompozicije aktive, penzijski fondovi vode računa o visini prinosa, stepenu rizika, diverzifikaciji plasmana i svojoj likvidnosti. Osim ovih, poslovnih principa, u vezi sa plasmanom sredstava, penzijski fondovi moraju poštovati i ograničenja koje im postavlja država. Posebne pogodnosti u pogledu troškova prilikom plasmana svojih sredstava odlikuju penzijske fondove. To su, sa jedne strane, mogućnost da izvrše prekompoziciju svog portfolija iz priliva tekućeg novca svakog meseca, bez potrebe da za to prodaju vrednosne papire koji su već u njihovom vlasništvu, čime se smanjuju transakcioni troškovi. S druge strane, prilikom kupovine novih hartija od vrednosti, obično njihovog većeg iznosa, upravo usled kupovine tolike njihove vrednosti, transakcioni troškovi bivaju niži.

Postoje tri investicione strategije koje penzijski fondovi mogu da primenjuju<sup>21</sup>. Prva strategija je strategija primarno orijentisana na akcije. Veći prinosi akcija u odnosu na obveznice, dugoročni prinosi akcija koji odgovaraju dugoročnim obavezama penzijskih fondova, veća očekivana korisnost i niže potrebne uplate u fondove koji prvenstveno investiraju u akcije, bolja zaštita od inflacije koju pružaju akcije u odnosu na obveznice, kao i činjenica da, s obzirom na to da vrednost akcije reflektuje buduće profite kompanija, postoji očekivanje da će budući rast cene akcija pokrivati budući rast nadnica i cena na dugi rok, razlozi su koje

<sup>17</sup> Isto, str. 95.

<sup>18</sup> Frederik S. Miškin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006. str. 289.

<sup>19</sup> Branko Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2005. str. 95.

<sup>20</sup> Frederik S. Miškin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006. str. 294.

<sup>21</sup> Milutin Ćirović, *Finansijska tržišta: instrumenti, institucije, tehnologije*, Naučno društvo Srbije, Beograd , 2007. str. 239.

pristalice ove strategije naglašavaju, uprkos većoj kratkoročnoj volatilnosti akcija u odnosu na obveznice. Druga strategija je strategija orijentisana na obveznice u korist čije primene se navode argumenti da obveznice, kao finansijski instrumenti koji daju unapred određeni tok fiksnog dohotka, više omogućavaju ostvarenje krajnjeg cilja penzijskih fondova da se podmire obaveze po osnovu budućih penzija, a ujedno obezbeđuju sigurnije isplate, naglašavajući da nije primarni cilj poslovanja penzijskog fonda da se stekne višak prinosa. Problemi, koje bi penzijskom fondu koji bi ovu strategiju primenjivao mogli naneti neanticipirani uticaji inflacije, mogli bi biti neutralisani investiranjem u indeksirane obveznice. Međutim, ne treba izgubiti izvida da je za primenu ove strategije neophodno postojanje razvijenog tržišta dugoročnih obveznica sa rokom dospeća preko 10 godina. Treća strategija je mešovita strategija koja se nalazi na stanovištu da je najbolji diverzifikovani investicioni portfolio kombinovan iz raznih oblika aktiva u cilju traženja optimalnog odnosa između rizika i prinosa, pri čemu se ne bi investiralo samo u akcije i obveznice (kao tradicionalne oblike plasmana), nego i u alternativne investicije (private equity, nepokretnosti, hedž fondove). Merenje svojih performansi penzijski fondovi mogu izvršiti prema tržišnim indeksima ili prema svojim bazičnim obavezama.

Postoji i niz mogućnosti koji se pred penzijskim fondovima, kada odlučuju o tome kako će investirati, javljaju ili bi se mogle javiti. Primera radi, tu su prekogranična ulaganja koja omogućavaju da se putem diverzifikacije plasmana u inostranstvu postigne bolji profil rizika/prinosa. Međutim, tu ne treba zaboraviti zakonska ograničenja, a ni rizike koji se s tim u vezi mogu javiti, kao ni nivo razvijenosti tržišta kapitala, ako su prekogranična ulaganja usmerena ka zemljama u razvoju. Mogućnost koja bi se tek mogla pojavit u preuzimanje modela klizeće strukture plasmana u akcije i obveznice u zavisnosti od faze životnog ciklusa pojedinaca, koga investicioni fondovi već koriste, a gde bi se u mlađim godinama više investiralo u rizičnije plasmane (akcije), a u kasnijim godinama u obveznice.

Posebna pažnja posvećuje se rizicima koji mogu nastati kao posledica promene kamatnih stopa<sup>22</sup>. Naime, promena kamatnih stopa može dovesti do pada cene obveznica tj. može prouzrokovati kapitalni gubitak za njihove vlasnike. Investiranje koje bi penzijski fond mogao preduzeti kupovinom novih obveznica sa većom kamatnom stopom (reinvestiranje) ne znači nužno da će nastali kapitalni gubitak biti u potpunosti kompenzovan. Period dospeća obaveza koje penzijski fond ima najčešće se neće podudariti sa rokovima dospeća tih obveznica, a moguće su i promene kamatnih stopa u suprotnom smeru. U vezi sa tim nastaje rizik reinvestiranja. Sredstvo kojim se penzijski fondovi protiv ovog rizika bore jeste imunizacija portfolia. Imunizacija portfolija može se ostvariti na jedan od tri načina<sup>23</sup>. Najpre, tu je kupovina obveznica koje se otplaćuju odjednom, sa periodom dospeća koji je jednak periodu dospeća obaveze, zatim formiranje portfolija obveznica čije prosečno trajanje odgovara prosečnom roku dospeća obaveza i na kraju, kombinovanje portfolija obveznica i kamatnih fjučersa, gde se prihod od obveznica koristi za reinvestiranje u kamatne fjučerse, sa rokom dospeća koji odgovara roku dospeća obaveza.

U vezi sa državnom regulativom<sup>24</sup>, može se konstatovati da u SAD i Velikoj Britaniji ne postoje formalni limiti za učešće akcija, kao i stranih hartija od vrednosti u ukupnoj alokaciji aktiva penzijskih fondova. U Nemačkoj je dozvoljeni limit za akcije 30%. Učešće stranih aktiva je znatno veće kod penzijskih fondova u Velikoj Britaniji nego u SAD. Kada se govori o plasmanima penzijskih fondova može se primetiti razlika u strukturi plasmana penzionih fondova u pojedinim državama. Tako je u Velikoj Britaniji, SAD, Holandiji i Japanu visoko učešće akcija u ukupnim plasmanima penzijskih fondova (50-60%), dok je učešće obveznica u aktivi penzijskih fondova tih zemalja 15-30%. Sa druge strane, u Nemačkoj i Italiji učešće obveznica je približno 40-60%. Plasmani u Nemačkoj veoma su specifični jer skoro da uopšte nema plasmana u akcije, ali zato postoji visoko učešće zajmova od 40%.

<sup>22</sup> Boško Živković, Dejan Šoškić, *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2006. str.526.

<sup>23</sup> Branko Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2005. str. 111.

<sup>24</sup> Milutin Ćirović, *Finansijska tržišta: instrumenti, institucije, tehnologije*, Naučno društvo Srbije, Beograd ,2007. str. 237, 240.

## Dobrovoljni penzijski fondovi u Srbiji

Proces reformi penzijskog sistema u Srbiji otpočeo je nakon 2000. godine određenim reformama na postojećem sistemu penzijsko-invalidiskog osiguranja. Te reforme ogledale su se u pomeranju starosne granice za odlazak u penziju i promenama u smislu obuhvatanja primanja tokom celokupnog radnog staža prilikom utvrđivanja osnovice za obračun penzije. Osim toga, došlo je do promena u obračunu penzija njihovim usklađivanjem i sa rastom zarada i sa rastom cena na malo. Ovo usklađivanje bi se dinamički tako odvijalo da bi procenat penzije koji se usklađuje sa rastom zarada opadao, dok bi preostali procenat, koji bi se usklađivao sa rastom troškova života, tokom vremena rastao. S obzirom na penzionere kao brojno glasačko telo i učestvovanje njihovih političkih predstavnika u Vladi Republike Srbije, tok ovih reformi dobija nove najave u smislu očekivanog odnosa prosečne zarade i prosečne penzije. Vreme će pokazati u kom smeru i kakvim intenzitetom će se nastaviti reforme postojećeg sistema penzijsko-invalidiskog osiguranja, kao prvog stuba penzijskog sistema.

Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima donet je u Srbiji 2005. godine<sup>25</sup>. To konkretno znači da je u Srbiji zakonska regulativa pored prvog obuhvatila i treći stub penzijskog sistema, dok drugi stub još uvek nije ustanavljen. Pojedini autori osporavaju ovakav pristup zbog nepostojanja drugog stuba penzijskog sistema, dok drugi pak, shvataju ovakve poteze u kontekstu dužeg vremenskog perioda koji je potreban za utemeljivanje drugog stuba, kao i situacije koja je karakteristična za našu državu.

Zakon reguliše da su načela na kojima se dobrovoljni penzijski fondovi zasnivaju: dobrovoljnost članstva, raspodela rizika ulaganja, ravnopravnost članstva, javnost rada, akumulacija sredstava. Zakonom su definisani osnovni pojmovi u vezi sa dobrovoljnim penzijskim osiguranjem, s obzirom na to da se radi o potpuno novom sistemu.

Društvo za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondom (u ovom trenutku u Srbiji to su: Delta Generali, Raiffeisen Future, Garant penzijsko društvo, DDOR penzija plus, NLB nova penzija, Dunav, Triglav, Hypo, Societe Generale penzije) osniva se isključivo kao zatvoreno akcionarsko društvo. Ono može da bude osnovano od strane domaćih i stranih fizičkih i pravnih lica. Domaće pravno lice sa većinskim državnim, odnosno društvenim kapitalom ili drugo sa njim povezano lice ne može biti osnivač društva za upravljanje. Izuzetak su banke i društva za osiguranje. Pravna i fizička lica mogu da budu akcionari samo u jednom društvu za upravljanje.

Društvo za upravljanje obavlja delatnost organizovanja i upravljanja dobrovoljnim penzijskim fondovima. Ovo društvo može organizovati i upravljati sa više dobrovoljnih penzijskih fondova. Zakon dalje propisuje upotrebu poslovног imena, novčani deo osnovnog kapitala društva za upravljanje (najmanje 1.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu NBS na dan uplate), neophodnu organizacionu i tehničku sposobljenost (najmanje jednog portfolio menadžera i jednog ovlašćenog internog revizora, kao i da budu ispunjeni minimalni uslovi organizacione i tehničke sposobljenosti).

Narodna banka Srbije daje dve vrste dozvola društvu za upravljanje-dozvolu za rad društva za upravljanje i dozvolu za upravljanje fondom. Dozvola za upravljanje fondom ne može se izdati bez prethodno pozitivno rešenog zahteva za izdavanje dozvole za rad društva za upravljanje. Ukoliko društvo za upravljanje kasnije organizuje novi dobrovoljni penzijski fond, potrebno je da dobije samo dozvolu za upravljanje novim fondom. Na čelu društva za upravljanje nalaze se direktor i članovi uprave koji moraju imati određene kvalifikacije, koje ocenjuje Narodna banka Srbije prilikom donošenja odluke o davanju saglasnosti na izbor. Zakon se dotiče i pitanja dozvole za rad u slučaju spajanja uz pripajanje, opštim aktima društva za upravljanje, njegovom odgovornošću, ograničenjima u poslovanju, poslovnim knjigama i finansijskim izveštajima.

Članovi penzijskog fonda plaćaju društvu za upravljanje naknadu po stopi od najviše 3% od iznosa izvršenih uplata prilikom uplate penzijskih doprinosa kao i naknadu za upravljanje fondom po stopi od najviše 2% godišnje od vrednosti imovine penzijskog fonda.

<sup>25</sup> Službeni glasnik Republike Srbije br.85/2005 Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima (dostupno na [www.mfin.sr.gov.yu](http://www.mfin.sr.gov.yu))

Dobrovoljnim penzijskim fondom upravlja društvo za upravljanje fondom. Dobrovoljni penzijski fond nema svojstvo pravnog lica. Imovina penzijskog fonda je u svojini članova fonda, srazmerno njihovom udelu u imovini fonda. Imovina dobrovoljnog penzijskog fonda je odvojena od imovine društva za upravljanje i obavezno se vodi na računu kod kastodi banke. Ova imovina ne može da bude predmet prinudne naplate, zaloge, hipoteke niti može da bude uključena u likvidacionu ili stečajnu masu društva za upravljanje, kastodi banke ili drugih lica.

Dobrovoljni penzijski fondovi koriste sledeća investiciona načela: načelo sigurnosti imovine dobrovoljnog penzijskog fonda, načelo diversifikacije portfolija i načelo održavanja odgovarajuće likvidnosti. Sredstva penzijskih fondova ulažu se u: dužničke hartije od vrednosti koje izdaje Narodna banka Srbije, dužničke hartije od vrednosti koje izdaju Republika Srbija, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave kao i druga pravna lica uz garanciju Republike Srbije, hartije od vrednosti koje izdaju međunarodne finansijske institucije, dužničke hartije od vrednosti koje izdaju strane države ili strana pravna lica sa minimalnim kreditnim rejting „A“ na osnovu procene boniteta od strane najpoznatijih svetskih rejting agencija, hipotekarne obveznice koje se izdaju na teritoriji Republike Srbije, hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u Republici Srbiji kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici Srbiji, akcije stranih pravnih lica koje imaju listing i kojima se trguje na berzanskim tržištima u državama članicama EU, odnosno OECD, novčane depozite u bankama sa sedištem u Republici Srbiji, depozitne potvrde koje izdaju banke sa sedištem u Republici Srbiji, depozitne potvrde koje izdaju banke sa sedištem u državama članicama EU, odnosno OECD, nepokretnosti koje se nalaze na teritoriji Republike Srbije.

Predviđena su ograničenja ulaganja za pojedine kategorije plasmana. Tako ukupna ulaganja u nepokretnosti mogu iznositi najviše 15% imovine penzijskog fonda, dok za pojedinačnu nepokrenost maksimum je 5%. U hartije od vrednosti jednog izdavaoca ili više povezanih izdavalaca može se uložiti najviše 10% imovine penzijskog fonda (ne važi za hartije od vrednosti koje izdaje Republika Srbija ili Narodna banka Srbije). U novčane depozite kod banaka može se uložiti najviše 5% imovine penzijskog fonda, a isti procenat se odnosi na ulaganje u hartije od vrednosti koje je izdao organizator koji je organizovao penzijski plan koji je pristupio tom fondu. Narodna banka Srbije propisuje uslove pod kojima se sredstva penzijskih fondova mogu ulagati u inostranstvu.

Penzijski fond ima prospekt i skraćeni prospekt. Funkcija prospeksa je da se daje na uvid svakom zainteresovanom licu jer sadrži odgovarajuće zakonom definisane podatke. Domaće i strano fizičko lice može biti član jednog ili više penzijskih fondova. Društvo za upravljanje je dužno da vodi individualne račune članova fonda. Na tim računima se vodi broj investicionih jedinica u svojini člana penzijskog fonda. Član jednog penzijskog fonda ima pravo da zahteva prenos svojih sredstava na svoj račun kod drugog penzijskog fonda.

Vrednost imovine penzijskog fonda čini zbir vrednosti hartija od vrednosti u portfoliju fonda, nekretnina u vlasništvu fonda i depozita novčanih sredstava fonda kod banaka. Vrednost imovine fonda obračunava se po tržišnoj vrednosti. Neto vrednost imovine penzijskog fonda predstavlja vrednost imovine (aktive) umanjene za iznos obaveza. Ukupna vrednost svih investicionih jedinica penzijskog fonda jednak je neto vrednosti imovine fonda. Uplaćeni penzijski doprinosi konvertuju se u investicione jedinice na individualnom računu člana penzijskog fonda istog dana kada su uplaćeni. Jedinstvenu početnu vrednost investicione jedinice za sve fondove utvrđuje Narodna banka Srbije.

Sticalac investicione jedinice ima pravo da povlači ova sredstva, pravo na srazmerni deo prinosa od plasmana penzijskog fonda i pravo na srazmeran deo imovine penzijskog fonda u slučaju njegovog raspuštanja. Investiciona jedinica evidentira se na individualnom računu člana penzijskog fonda u obliku elektronskog zapisa u informacionom sistemu društva za upravljanje. Tekuća vrednost investicione jedinice se svakodnevno objavljuje u dnevnom listu sa visokim tiražom. Društva za upravljanje objavljaju prinos penzijskog fonda četiri puta godišnje i to na kraju svakog kvartala. Prinos se obračunava kao neto prinos, dakle po odbitku naknada i troškova. Društvo za upravljanje dužno je da jednom godišnje dostavi svakom članu penzijskog fonda obaveštenje o uplatama penzijskog doprinosa, broju investicionih jedinica u

vlasništvu člana fonda i njihovo pojedinačnoj vrednosti, naplaćenim naknadama za usluge od strane fonda kao i vrednosti imovine dobrovoljnog penzijskog fonda.

Poslodavac, udruženje poslodavaca, profesionalno udruženje i sindikat mogu organizovati penzijski plan i zaključiti ugovor sa društvom za upravljanje. Tim ugovorom se organizator obavezuje da vrši uplate penzijskog doprinosa za račun zaposlenih (članova plana) i da plaća naknadu za usluge društvu za upravljanje. S druge strane, društvo za upravljanje se tim ugovorom obavezuje da plasira primljena novčana sredstva i omogući članovima plana povlačenje i raspolažanje akumuliranim sredstvima. Poslodavac može organizovati penzijski plan samo za svoje zaposlene. Ali i više organizatora mogu organizovati jedan penzijski plan ili pristupiti jednom penzijskom planu. Ugovor o penzijskom planu zaključuje se u pisanoj formi. Penzijski doprinos za penzijski plan ne može se odbijati od zarade bez odobrenja zaposlenih.

Pravo člana penzijskog fonda odnosno penzijskog plana na povlačenje i raspolažanje akumuliranim sredstvima stiče se sa navršene 53 godine života, a mora najkasnije započeti sa navršenih 70 godina života. Izuzetno se povlačenje sredstava može izvršiti i pre navršene 53. godine života u slučaju vanrednih troškova lečenja ili trajne nesposobnosti za rad. Akumulirana sredstva mogu se povući jednokratnom isplatom, programiranom isplatom (na osnovu ugovora između člana fonda i društva za upravljanje), kupovinom anuiteta (vrši se prenos sredstva člana penzionog fonda u društvo za osiguranje i kupuje anuitet) ili kombinacijom ovih načina. U slučaju smrti člana penzijskog fonda, sredstva na njegovom računu prenose se na lice koje je on prethodno odredio, a ako to član fonda nije učinio, primenjuje se zakon o nasleđivanju.

Društvo za upravljanje zaključuje ugovor sa kastodi bankom o obavljanju kastodi usluga i to za svaki penzijski fond posebno. Kastodi usluge za jedan penzijski fond obavlja isključivo jedna kastodi banka. Ali kastodi banka može obavljati kastodi poslove za više penzijskih fondova.

Kastodi banka obavlja, između ostalog, sledeće kastodi usluge: otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu dobrovoljnog penzijskog fonda kod Centralnog registra hartija od vrednosti u svoje ime, a za račun članova penzijskog fonda (zbirni kastodi račun), otvara novčani račun penzijskog fonda, vrši prikupljanje penzijskih doprinosa, prenosi sredstva na novčane depozite fonda i vrši isplate akumuliranih sredstava za svakog člana penzijskog fonda, obaveštava društvo za upravljanje o neophodnim korporativnim aktivnostima u vezi sa imovinom fonda, izvršava naloge društva za upravljanje za kupovinu i prodaju imovine, kontroliše neto vrednost imovine penzijskog fonda, vrednost investicione jedinice i prinos penzijskog fonda obračunatog od strane društva za upravljanje, obaveštava Narodnu banku Srbije o uočenim nepravilnostima u poslovanju društva za upravljanje. Narodna banka Srbije može predložiti društvu za upravljanje promenu kastodi banke ako su usled njenog poslovanja interesi članova penzijskog fonda značajnije ugroženi.

Narodna banka Srbije vrši nadzor (posrednom i neposrednom kontrolom) nad sprovođenjem ovog zakona, donosi podzakonske akte za izvršavanje ovog zakona za koje je ovlašćena i vodi Registar dobrovoljnih penzijskih fondova. Funkcija Narodne banke Srbije u ovom segmentu finansijskih usluga jeste obezbeđivanje stabilnosti i tržišne discipline dobrovoljnih penzijskih fondova kroz javnost rada, adekvatnost sistema upravljanja rizicima, odgovornost za delovanje društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, kao i kroz poverenje u rad supervizije. Zakon propisuje i odgovarajuće kaznene odredbe.

Postoje i određena pitanja koja pojedini autori pokreću u vezi sa ovim zakonom<sup>26</sup>. Naime, prednost u osnivanju daje se bankama i društvima za osiguranje u odnosu na razne investicione fondove, koji su inače u razvijenom svetu jedan od najčešćih osnivača društva za upravljanje, u pitanje se dovode i propisani iznosi naknada koji bi bili dovoljni za poslovanje fondova u visokorazvijenim zemljama sa višemilionskim članstvom i znatno višim uplatama, kao i propisana ograničenja za ulaganje, za koja se ne spori da su potrebna, ali se smatra da u uslovima nerazvijenog finansijskog tržišta, mogu otežati ispunjavanje potrebe da se sredstva ulažu na fleksibilan način. Zahtev da se eliminišu elementi marketinskih prospekata koji bi predviđeli iznos penzija u zavisnosti od nivoa uplata, dovode do toga da se ne može zadovoljiti ključno interesovanje potencijalnih članova fonda, a zamera se i to da se čak i za tekst oglasa za prikupljanje članstva

<sup>26</sup> Zravko Petrović, Dragan Mrkšić, *Životna osiguranja*, Dis public, Beograd, 2005. str. 139-160.

mora dobiti odobrenje Narodne banke Srbije, iako se ne spori potreba za predostrožnošću u vezi sa marketinškim aktivnostima društava. Kao zamerke navode se i to što nije predviđeno da se poslovima dobrovoljnog penzijskog osiguranja bave i zastupnici, zatim nedovoljno precizno razgraničenje pojmljiva penzijski plan i ugovor o penzijskom planu, kao i nekorišćenje pojma penzija među ključnim pojmovima. Smatra se da nisu regulisana prava društva za upravljanje u slučaju neredovnog uplaćivanja penzijskih doprinosa, a kao nepotrebne tumače se odredbe koje obavezuju poslodavca da obezbedi ranopravne uslove za sve članove u penzijskom planu ili pak potreba da se od zaposlenih traži odobrenje za plaćanje doprinosa u slučajevima kada se doprinosi uplaćuju isključivo iz sredstava organizatora, dok primena odredbe po kojoj organizator penzijskog plana ne može biti povezano lice sa društvom za upravljanje može dovesti do toga da, kada bi velike osiguravajuće organizacije, koje su osnivači društava za upravljanje, želele da organizuju penzijski plan za svoje zaposlene, morali bi to da urade kod konkurenциje.

Prema poslednjem kvartalnom izveštaju Narodne banke Srbije<sup>27</sup> o poslovanju u sektoru dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, učešće neto imovine fondova u bruto društvenom proizvodu je oko 0,15% što je niže od evropskog proseka 15%, kao i proseka zemalja u okruženju 5%, a svega 7,4% zaposlenih ima zaključen ugovor o članstvu sa nekim od postojećih fondova. Nedovoljna razvijenost tržišta kapitala u Srbiji i mali broj finansijskih instrumenata koji zadovoljavaju uslove za ulaganje imovine dobrovoljnih penzijskih fondova sužavaju mogućnosti diverzifikacije njihovih portofolia. Zabeleženo je prvo investiranje penzijskih fondova u nepokretnost.

Primećuje se da za mesto trećeg stuba penzijskog sistema postoji svojevrsna konkurenca između dobrovoljnih penzijskih fondova i osiguravajućih društava koja prodaju životna osiguranja. Postoje određene razlike<sup>28</sup> između životnog osiguranja i dobrovoljnih penzija, iako se i jedan i drugi vid štednje za budućnost mogu ugovoriti u smislu njihovog isplaćivanja u ratama nakon određenog broja godina. Razlika je u tome što period na koji se ugovara osiguranje određuje sam osiguranik, a iznos osigurane sume je unapred poznat, dok kada su u pitanju dobrovoljne penzije, zakon reguliše da, osim izuzetno, isplate ne mogu početi pre 53. godine života, a iznos koji će biti na raspolažanju zavisi od uspešnosti raspolažanja uloženim sredstvima, koje je striktno regulisano zakonom, s tim što je dozvoljena promena fonda. Kod dobrovoljnih penzijskih fondova novac je odvojen od društva za upravljanje i ne snosi posledice eventualne njegove sudbine (prinudna naplata, zaloga, stecaj, likvidacija), a može biti predmet poreskih olakšica. Polisa životnog osiguranja pak može biti upotrebljena kao garancija prilikom podizanja kredita u banci, a u slučaju smrti osiguranika, bez obzira na vremenski period tokom koga je uplaćivao sredstva za polisu životnog osiguranja, osiguravajuća kuća će isplatiti makar celokupnu osiguranu sumu, koja bi mu bila na raspolažanju na kraju celokupnog perioda. Javljuju se i mogućnosti prenosa dobijenih sredstava na ime polise životnog osiguranja u dobrovoljni penzijski fond<sup>29</sup>.

## Zaključak

Uloga institucionalnih investitora postaje sve zapaženija u odnosu na tradicionalne finansijske posrednike, a u okviru njih na značaju dobija i mesto penzijskih fondova. Potrebu za postojanjem penzijskih fondova koji bi poslovali na principima kapitalizacije posebno pojačavaju demografske tendencije koje dovode do sve izraženijih problema u obezbeđivanju isplata fondova koji ta sredstva obezbeđuju tekućim finansiranjem. Reforme koje su započete u različitim krajevima sveta sa ciljem da se uočeni problemi prevaziđu, pažnju posvećuju upravo pojačanoj ulozi penzijskih fondova koji posluju na principu kapitalizacije čime bi se stvorio dodatni prihod za penzionere i omogućilo rasterećivanje fondova koji posluju po distributivnom principu, a time i poboljšanje životnog standarda zaposlenih iz čijih se primanja ovi fondovi finansiraju. Iako reforma nailazi na određena, nekada i opravdana suprotstavljanja koja je mogu usporiti, neodrživost sadašnjeg stanja je izvesna. Sva privremena rešenja koja proizilaze pre svega iz potreba pojedinih političkih

<sup>27</sup> www.nbs.yu (Izveštaji o poslovima nadzora društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima-drugo tromesečje 2008. )

<sup>28</sup> www.b92.net (Privatne penzije ili životno osiguranje?)

<sup>29</sup> www.ekapija.com (Članovi Srpske asocijacije menadžera o životnom osiguranju i dobrovoljnim penzijama)

trenutaka, ne treba da razvodne svest, prvenstveno u mladim generacijama zaposlenih, da je nemoguće očekivati način obezbeđivanja penzija kakav je prisutan danas.

Nameće se zaključak da ko god razmišlja na duži rok, mora imati u vidu pitanje kako obezbediti novčana sredstva za period života kada se bude našao u penziji i kada mu sposobnosti obezbeđivanja prihoda budu znatno manje. U delu javnosti postoji kritički pogled na ovakav način razmišljanja, naglašavanjem uloge i jedinstva porodice, pre svega dece sa roditeljima, koja će biti u mogućnosti da pomognu roditeljima u penziji. Ipak, ostaje zaključak da bez obzira na to što je takvo poimanje odnosa u porodici poželjno i vredno podsticanja, a može se smatrati i jednom od mogućnosti, svaki pojedinac bi mogao da razmišlja o obezbeđivanju svoje materijalne budućnosti na više načina. Jedan od načina za obezbeđenje te budućnosti su i ulaganja u penzijske fondove. Činjenica da Srbija zaostaje za Evropskom unijom u pogledu razvijenosti pojedinih ekonomskih aspekata života, koji će se nesumljivo u perspektivi razviti, može biti iskorišćena od strane države, samih finansijskih institucija i stanovništva u smislu traganja za pozitivnim iskustvima i njihovoј primeni prilagođenoj domaćim uslovima.

## Literatura

- [1] Avdalović V., Marović B., (2006) *Osiguranje i teorija rizika*, Novi Sad-Beograd, Centar za automatizaciju i mehatroniku-Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije
- [2] Burić Z., (1998) *Institucionalni investitori na finansijskom tržištu*, Beograd, Štamparija Borba
- [3] Ćirović M., (2007) *Finansijska tržišta: instrumenti, institucije, tehnologije*, Beograd, Naučno društvo Srbije
- [4] Erić D., (1998) *Finansijska tržišta i instrumenti*, Beograd, Viša poslovna škola-Naučna knjiga
- [5] Jednak J., (2007) *Finansijska tržišta*, Beograd, Beogradska poslovna škola
- [6] Miškin S. F., (2006) *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Beograd, Data status
- [7] Petrović Z., Mrkšić D., (2005) *Životna osiguranja*, Beograd, Dis public
- [8] Vasiljević B., (2005) *Osnovi finansijskog tržišta*, Beograd, Zavet
- [9] Vunjak N., Kovačević Lj., (2006) *Bankarstvo: bankarski menadžment*, Bečeј-Subotica, Proleter-Ekonomski fakultet Subotica
- [10] Živković B., Šoškić D., (2006) *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, Ekonomski fakultet Beograd
- [11] [www.b92.net](http://www.b92.net)
- [12] [www.bbc.co.uk](http://www.bbc.co.uk)
- [13] [www.ekapija.com](http://www.ekapija.com)
- [14] [www.mfin.sr.gov.yu](http://www.mfin.sr.gov.yu)
- [15] [www.nbs.yu](http://www.nbs.yu)
- [16] [www.pio.rs](http://www.pio.rs)