

1. УВОД

Брз развој тржишта капитала у развијеним тржишним економијама у новијем периоду значајно је условљен појавом и развојем нових типова финансијских посредника, пре свега пензијских фондова и инвестиционих компанија у групацији институционалних инвеститора на финансијском тржишту. Снажан раст капитала ових финансијских институција резултат је промене преференце грађана када је у питању улагање њихове финансијске штедње и резултирао је значајним позитивним ефектима на развој привреде и финансијског система. Ефекти развоја поменутих финансијских институција се огледају у порасту броја алтернатива за мобилизацију и профитносан пласман слободних новчаних средстава, развоја тржишта хартија од вредности и пораста конкуренције међу финансијским институцијама, што је бодило смањењу трошкова и повећању ефикасности процеса финансијског посредовања.

Проучавање финансијског система развијенијих тржишних економија и његових институционалних карактеристика нарочито је индикативно за оне земље које се налазе у процесу преласка на тржишну економију. Са претходним испуњењем одређених институционалних предуслова и стварањем погодног амбијента за инвестирање на финансијском тржишту, за очекивати је да ће се процеси интернационализације промена у финансијском понашанју становништва и развоја нових типова финансијских институција проширити и на нашу земљу.

Финансијски системи развијених тржишних економија попримили су такве институционалне димензије које карактерише постојање богате структуре финансијских посредника, који обезбеђују ефикасну дистрибуцију финансијских ресурса и глобалне имовине друштва, и доприносе како поспешивању раста штедње, инвестиција и националног дохотка тако и преструктурирању привреде и стабилизацији глобалног тржишта и привреде.

Приватни пензијски фондови и инвестициони фондови имају маркантну позицију у финансијским системима високоразвијених

земаља. Пензијски фондови пословну политику граде на мобилизацији дугорочне и уговорне пензијске штедне запослених и њеном пласману у хартије од вредности предузећа и државе.

Снажан раст капитала инвестиционих и приватних пензијских фондова у новијем периоду у појединим високо развијеним земљама довео је ове институције у сам врх институционалног инвестирања на финансијском тржишту. Када је у питању инвестирање у акције корпорација, приватни пензијски и инвестициони фондови су водећи на овом тржишту у погледу вредности својих холдинга, заостају само за сектором домаћинства као традиционално највећег холдера корпоративних акција. У САД и Великој Британији ови фондови располажу са близу 40% од укупног стока емитованих акција и налазе се одмах иза сектора становништва чије је учешће око 50%. Када је у питању инвестирање у обвезнице корпорација и државе, холдинзима пензијских и инвестиционих фондова у већини развијених земаља конкуришу још само холдинзи осигуравајућих компанија и у мањој мери комерцијалних банака. Из изложеног се види да се ради о моћним финансијским институцијама чија ће респективна финансијска снага долазити до изражаја и у наредном периоду. Све се чешће истиче теза да је почетак 1990-их година уједно и почетак једног периода који би се слободно могао назвати ером пензијских и инвестиционих фондова.

Са другог аспекта посматрања развоја ових фондова односи се на чисто социјални моменат, односно на утицај који је развој ових институција извршио на формирање структуре власништва у економији. Наиме, куповином акција од стране пензијских фондова и улагањем пензијске штедне на рачуне ових фондова шири слојеви становништва постају индиректни сувласници у значајном броју предузећа чије су акције саставни сегмент портфолиа ових фондова. Све је присутнији став да је развој ових фондова водио својеврсној демократизацији у формирању власничких односа у економији, односно демократизацији у формирању капитала у макроекономским размерама.

2. ПЕНЗИЈСКИ ФОНДОВИ

Систем социјалног и пензијско-инвалидског осигурања у развијеним тржишним економијама може се декомпоновати у 3 подсистема:

- систем социјалног осигурања,
- систем јавног (државног) пензијског осигурања и
- систем приватног пензијског осигурања

2.1 СОЦИЈАЛНО ОСИГУРАЊЕ

Систем социјалног осигурања иницијално је дизајниран са циљем да се обезбеди базични ниво будућих пензијских прихода запосленима који из својих зарада доприносе овом систему. Касније је овај систем уобличен у виду обавезног јавног програма осигурања за случај привременог или трајног губитка могућности зарађивања услед невољне незапослености, старости, болести, повреда на раду или смрти. Такође, посредством овог система поједине државе спроводе и одговарајућу (мотивациону) популациону политику кроз финансијску подршку домаћинствима везану за склапање брака, трудноћу и материнство од одређеног броја година старости деце (линеарно или услед недовољности прихода појединих породица за покриће насталих трошкова) итд. У основи, циљ система социјалног осигурања је обезбеђење минималне социјалне (материјалне) сигурности становништва, односно социјално угрожених појединаца и домаћинства. Сам обухват становништва системом социјалног осигурања као и ниво права по основу овог осигурања преваходно су условљени нивоом развоја појединих националних економија.

Једна од најзначајнијих компоненти система социјалног осигурања је свакако његов пензијски програм. Пензијски програм је осмишљен тако да обезбеди основни ниво пензијских права старим лицима (дефинисан званично процењеним нивоом минималне материјалне сигурности), а да разлика од жељеног нивоа пензије буде покривена доприносима запослених (и/или послодавца) у неки програм јавног или приватног пензијског осигурања. У том смислу, пензијски програми по основу социјалног осигурања се са становишта обухвата запослених и пензионера у појединим земљама могу сматрати једним од највећих пензијских програма.

Пензијски план система социјалног осигурања је класични вид тзв. pay-as-you-go (PAYG) пензијског плана. овај план функционише на принципу текућег финансирања пензијских примања из текућег доприноса запослених и послодавца (као извора прихода), са интенцијом да се образује одговарајући квантум резерви којим би се обезбедила исплата пензијских права у неколико наредних месеци. средства резерви потом могу бити пласирана на финансијском тржишту, при чему је законска регулатива по овом питању углавном рестриктивна, ограничавањем оваквих пласмана на листу релативно неризичних хартија од вредности (као што су обвезнице државе, обвезнице покривене хипотеком на некретнине, итд). Међутим, у већини земаља не само да није образован одговарајући квантум резерви, већ се бележи и хроничан дефицит када је у питању финансирање текућих пензија из текућих прихода овог система. У таквим ситуацијама држава се по правилу јавља у улози суфинансијера (са обзиром да је и коначни гарант права по основу социјалног осигурања), мада у извесном броју земаља постоји и могућност дофинансирања путем кредитирања од стране других финансијских институција.

Систем социјалног осигурања организују и њима администрирају посебне државне институције (агенције), којима најчешће руководе одбори формирани од представника запослених, послодаваца и владе. Са обзиром да су у питању самосталне институције, оне поседују широка овлашћења у погледу управљања приходима и расходима, администрирању права по основу социјалног осигурања, и слично, а уз снажну државну контролу присутну у овој области.

2.2 ЈАВНО ПЕНЗИЈСКО ОСИГУРАЊЕ

Практично да не постоји држава у свету у којој не постоји неки од програма јавног пензијског осигурања. Процењује се да је око 40% запослених и око 30% популације старих у свету обухваћено програмима јавног пензијског осигурања. Обухват становништва овим програмом условљен је превасходно нивоом економског развоја и степеном индустријализације појединих земаља, нивоом зрелости појединих пензијских система и могућношћу партиципирања запослених у програмима приватног пензијског

осигурања. У старијим пензијским системима, програмом јавног пензијског осигурања прво су били покривени запослени у државној администрацији. У појединим земљама, међутим, одређене структуре становништва су и даље обухваћене посебним јавним пензијским програмима, као што су запослени у државној администрацији и војсци, као и запослени који пензијска права остварују под повољним условима у односу на опште.

Апсолутно доминирајући принцип у финансирању пензијских и других исплата (инвалидна, итд.) је *pay-as-you-go* принцип, уз формирање одговарајућих резерви којима би се обезбедила исплата ових права у наредних неколико месеци. Извор прихода представљају доприноси из зарада запослених и послодаваца, или, што је најчешћи случај, и једних и других. Међутим, као и у систему социјалног осигурања, и у случају система јавног пензијског осигурања практично је мали број земаља код којих су текући доприноси довољна основа за исплату текућих пензионих права. Држава се при том јавља као нужни интервент (суфинансијер), било да то чини из општих буџетских прихода или, услед њихове недовољности, из непопуларних извора као што су посебни порези на алкохол, дуван, бензин, луксузна роба, итд. Разлози за интервенцију државе у овој области су следећи:

- опадање наталитета и раст просечне дужине живота становништва, што је у односу на време формирања јавних пензијских програма проузроковало рапидан раст учешћа старих у укупној популацији;

- раст комплементарних издатака, нарочито оних по основу бесплатне или бенефициране здравствене заштите старих, што се у форми јавних расхода финансира од стране државе;

- релаксација услова за стицање права по основу пензијског осигурања, било кроз скраћење периода неопходног за реализацију права на пензију (година старости и/или радног стажа), било кроз проширење основе за стицање права на превремену пензију;

- либерализација услова код утврђивања пензијског основа (просечна зарада у најповољнијем периоду), као и општи раст пензијског основа у новијем периоду (као проценат просечне зараде у изабраним годинама);

- јачање преговарачке и политичке моћи синдиката и пензионе популације, што се у форми притиска на актуелну власт у крајњој линији одражава на моделирање пензијског система, итд.

Не постоји држава у свету (укључивши и најразвијеније) у којој јавни пензијски систем није суочен са неким од претходно наведених проблема. Ипак, у појединим развијеним земљама неки од пензијских фондова (као подсистема) су успели да у једном релативном дужем периоду сачувају позитивну вредност своје активе. У САД, на пример, пензијски фонд запослених у савезној администрацији је чак успео у да увећа вредност своје активе са 75 на 200 милијарди USD, док је актива пензијских фондова појединих држава и комуналних влада у истом периоду увећан са 185 на преко 500 милијарди USD. И док у случају првог фонда запослени активно не партиципирају у програму социјалног осигурања, запослени у државним и локалним администрацијама то чине, што им је у појединим периодима омогућавало и да увећају свој приход након пензионисања. Међутим, растућа актива појединих државних пензијских фондова као и стабилна и гарантована исплата пензијских права у већој мери су резултат стабилног финансирања једне снажне и стално растуће економије, него растућег броја запослених и њихових доприноса овим институцијама, односно нарочито профитабилне инвестиционе политике. Не треба изгубити из вида, да крајњи терет овако финансираних пензијских програма ипак сносе порески обвезници и да ће под другим непромењеним условима (повећање односа између броја запослених и пензионера, односно поштравање услова за одлазак у пензију) будуће пореске обавезе и буџетски расходи достићи такве размере да ће реформисање ових система бити неизбежно.

Слична ситуација је и у другим развијеним земљама. Она је нарочито алармантна у Италији, чији је јавни пензијски систем у дужем периоду у хроничном дефициту, потом у већини земаља ОЕЦД-а, па чак и у Немачкој у којој су захтеви за променама у сфери пензионе и фискалне политике све учесталији (децембар 1996). Фискалне обавезе у овим земљама већ су достигле такве размере да уколико се не објективизирају услови за стицање права на одлазак у пензију, односно уколико се значајније не промене принципи капитализације у финансирању пензијских система (што подразумева и већу улогу актуарских принципа код утврђивања висине пензија), загарантоване будуће исплате пензијских примања биће угрожене већ у наступајућем блиском периоду. Када су у питању земље у транзицији, пензијски системи су оптерећени

проблемима финансирања већ дужи низ година, што се огледа у њиховим перманентним дефицитима, увођењу нових и растућих пореских обавеза везаних за њихово финансирање, често нередовним и неодговарајућим пензијским исплатама које не достижу ни основни ниво материјалне сигурности, итд. Код земаља у развоју, међутим, пензијски системи се налазе у својим почетним еволутивним фазама, покривеност радне снаге социјалним и пензијским осигурањем знатно је нижа, проблеми везани за финансирање ових система су још израженији, а проблематични су и методи обрачуна и исплате пензија.

Инвестициона политика јавних пензијских фондова строго је регулисана законском регулативом и предмет је ригорозне контроле надлежних државних институција. Евентуално формиран капитал се инвестира под прецизно дефинисаним условима, избор инвестиционих алтернатива најчешће је релативно узак, обухватајући државне обвезнице различитог спектра рочности, док су класични облици инвестирања капитала углавном ретко допуштени и уз строго постављене услове. Међутим, изван број земаља је користио средства јавних пензијских фондова за финансирање својих проблематичних инвестиционих циљева, поготово у тренуцима када други инвеститори нису били спремни да инвестирају у овакве пројекте, што је у многим случајевима додатно исцрпљивало иначе скромни финансијски потенцијал ових институција. Отуда су и све учесталији захтеви запослених и синдиката да се преиспитају ефекти претходних инвестиционих политика, као и да се прошири палета потенцијалних (атрактивнијих) могућности за инвестирање капитала јавних пензијских фондова.

2.3 ПРИВАТНИ ПЕНЗИЈСКИ ФОНДОВИ

За разлику од фондова јавног пензијског осигурања, приватни пензијски фондови у потпуности функционишу на актуарским принципима. Ови принципи су задовољени, односно пензијски фонд се може сматрати актуарски финансираним (funded fund), уколико је садашња вредност свих очекивања будућих пензија мања од или једнака: (1) садашњој вредности свих очекиваних будућих

доприноса фонду и (2) постојећој тржишној вредности активе фонда. Другим речима, од пензијског фонда се тражи да располаже активом чија је тржишна вредност ако не већа онда бар једнака садашњој вредности свих будућих пензија зарађених уплаћеним доприносима до тренутка посматрања. Ово подразумева коришћење адекватног метода обрачуна доприноса, али и инвестициону политику која ће водити рачуна како о сигурности тако и о профитабилности пласмана. Уколико је овај захтев испоштован, евентуална промена односа између броја запослених и броја пензионера неће креирати додатне обавезе запосленима, са обзиром да су примања пензионера у потпуности покривена њиховим ранијим доприносима. Држава се не појављује у улози гаранта и суфинансијера, али индиректно потпомаже ове институције својом фискалном политиком. Наиме, доприноси запослених и послодаваца (као проценат њихове зараде) у највећем броју случајева су ослобођени опорезивања, а исти случај је и са приходом који се по основу инвестирања на финансијском тржишту реализује од стране пензијских фондова. Овим путем држава директно субвенционира овај вид штедње запослених, супростављајући га другим можда профитноснијим, али и порезима оптерећеним улагањима.

3. ТИПОВИ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

У зависности од тога ко их оснива, сви пензијски фондови се могу сврстати у следеће категорије:

- пензијски фонд једног предузећа (single company fund)
- пензијски фонд више предузећа (multicompany fund)
- пензијски фонд који спонзорише осигуравајућа компанија (insurance company sponsored fund)
- индивидуални пензијски план (individual retirement account)

1. Сопствени пензијски фонд предузећа је карактеристичан углавном за велика предузећа (фирме, компаније). Средства која се прикупе уплаћеним доприносима запослених потом се уступају на администрирање посебно формираним одељењима институција које обављају ове послове (банкама, или осигуравајућим компанијама), док је растућа интенција да се ови послови обављају унутар самих

предузећа. У том случају предузеће формира посебно инвестиционо одељење које послује у складу са постојећим прописима, прокламованом политиком предузећа и посебним аранжманима између представника запослених (синдиката) и предузећа. Мала и средња предузећа услед нарасталих трошкова инвестиционог управљања углавном препуштају пензијски капитал другим институцијама на управљање.

2. Растући је случај да се предузећа удружују код формирања заједничких пензијских планова. Циљ је да се запослени у одређеној делатности, обухвате јединственим пензијским осигурањем. Ово обезбеђује већу мобилност послова, односно омогућава запосленима да унутар асоцијације мењају послодавца а да при томе њихова пензијска заштита не буде угрожена. Заједничким пензијским фондовима управљају посебно формирану трустовима којима управљају представници запослених и пословодства појединих предузећа. Заједнички пензијски фондови се најчешће формирају у секторима као што су рударство, аутомобилска индустрија, грађевинарство, трговина и неке услужне делатности.
3. Услед немогућности да самостално управљају активама својих пензијских фондова, већина малих и средњих предузећа акумулирану пензијску штедњу запослених препушта другим институцијама на управљање. Посебна погодност код фондова којима управљају осигуравајуће компаније је у томе што су исти по правилу осигурани од стране односних компанија. Уговором се прецизира да ће пензионер примати фиксни и гарантовани износ пензије у прецизно дефинисаном периоду након пензионисања (fixed period annuity), до тренутка своје смрти (life annuity), односно до смрти преживелог супружника уколико се ово право и на њега преноси (joint and last survivor annuity). У основи, може се говорити о два типа уговора са осигуравајућом компанијом. Први уговор (group deferred annuity) омогућава предузећу да континуирано, најчешће месечно купује полисе осигуравајућих компанија (paid-up annuity), чиме се купује право на фиксну и гарантовану месечну пензију запослених након њиховог пензионисања, а које у међувремену могу бити депоноване код одговарајуће банке или труст компаније. Други тип уговора отвара могућност предузећу да дотичне полисе

(ануитете) купи у целости,у тренутку пензионисања својих запослених,а из средстава

акумулираних по основу њихових доприноса и прихода реализованих њиховим инвестирањем.У новијем периоду осигуравајуће компаније све чешће нуде и тзв. варијабилне ануитете (variable annuities).Сходно уплаћеним доприносима запослени и даље стичу право на приход након пензионисања,при чему тај приход није фиксан и гарантован,већ зависи од инвестиционих резултата које осигуравајућа компанија оствари на финансијском тржишту у односном периоду.Акумулирани доприноси се користе за куповину одговарајућег броја ануитетних јединица (accumulation units),чија је вредност у директној корелацији са вредношћу активе осигуравајућих компанија на финансијском тржишту (слично акцијама инвестиционих фондова),а објављује се на континуираној основи у финансијској штампи.Коначни избор између фиксне или варијабилне пензије ипак зависи од самог осигураника,односно његове спремности да увећани приход плати и већом несигурношћу (ризиком).За осигуравајућу компанију произилази обавеза да доприносе по основу фиксних или варијабилних очекиваних пензија води на посебним рачунима.Прва категорија доприноса обавезује осигуравајућу компанију да их инвестира на опрезнији начин (у обвезнице државе и евентуално бонитетнијих корпорација),док друга омогућава шири простор за инвестирање у профитабилније инструменте (акције корпорација, инвестиционих фондова,итд.).

Континуирани пад тражње за традиционалним продуктима осигуравајућих компанија условио је померање ових институција ка другим областима финансијског посредовања,па и у домену пензијске штедње.Спонзоришући формирање пензијских фондова и управљајући њиховим активама,односно управљајући капиталом пензијских фондова у улози инвестиционих саветодаваца и портфолио менаџера, осигуравајуће компаније представљају растућег конкурента другим типовима финансијских институција,пре свега банкама,труст компанијама и брокерским фирмама.

4. Запослени у самосталној делатности такође могу учествовати у програмима пензијског осигурања.У земљама у транзицији,ово право се своди на партиципирање у јавном и јединственом

програму социјалног и пензијско-инвалидског осигурања.Када су у питању развијене земље,ова могућност је проширена и на приватне

пензијске фондове.Део прихода намењен пензијској штедњи у развијеним земљама најчешће је ослобођен опорезивања.

Финансијске институције које посредују у пензијској штедњи често формирају тзв. мешовите фондове (commingled funds),у намери да интегришу уситњену индивидуалну штедњу и тако остваре економију обима.Оне су у могућности да формирају неколико различитих мешовитих фондова,са различитим инвестиционим циљевима и портфолио политиком.Средства једног фонда могу бити инвестирана само у акције корпорација,другог у обвезнице корпорација и евентуално државе,трећег у инструменте новчаног тржишта и слично.За власнике пензијских рачуна ово представља значајну погодност,са обзиром да инвестирањем у акције (units) различитих фондова унутар финансијске институције они остварују и бољу диверсификацију ризика.Акције једног фонда могу увек бити замењене за акције другог фонда,док се њихова текућа вредност (и сходно томе вредност пензијске штедње) континуирано објављује у финансијској штампи.

4. ОРГАНИЗАЦИЈА И УПРАВЉАЊЕ ПЕНЗИЈСКИМ ФОНДОВИМА

За разлику од јавних пензијских фондова,приватни пензијски фондови спадају у мање регулисане финансијске институције.Циљ регулативе је да се пензијска штедња заштити од неадекватне употребе појединаца и институција са једне,односно поспешити њен раст кроз адекватно функционисање пензијских фондова са друге стране.У већини земаља регулатива се своди на решавање следећих питања:

- оснивачки статус
- управљање активом
- финансирање
- покривеност запослених и метод обрачуна доприноса

а) За разлику од других типова финансијских посредника, приватни пензијски фондови могу бити формирано од готово свих субјеката у систему. Пензијски фонд може бити основан од стране предузећа, финансијске институције, удружења запослених,

непрофитних организација, као и појединаца који у пензијској штедњи учествују преко својих индивидуалних пензијских рачуна код финансијских институција. Законодавство по правилу не обавезује послодавца да формира свој пензијски програм, али зато успостављају одговарајуће стандарде који су обавезујући за програме који су већ оформљени.

б) Као што је претходно изложено, управљање активом пензијског фонда може бити организовано не неколико начина. Велика предузећа и финансијске институције су у могућности да формирају сопствена инвестициона одељења која ће управљати приходима и расходима пензијског фонда, обављати инвестициону анализу и спроводити портфолио политику сходно прокламованим циљевима. Средњим и малим предузећима преостаје могућност да пензијски капитал повере другим институцијама на управљање, пре свега, специјализованим инвестиционим одељењима банака, осигуравајућих компанија, труст компанија, итд. Трећа могућност се односи преваходно на индивидуалну пензијску штедњу samozапослених, који путем отварања индивидуалних пензијских рачуна код одговарајућих финансијских институција инвестирају у акције инвестиционих фондова односно институција, и на тај начин обезбеђују себи изванредан приход након пензионисања. Он је обавезан да послује (инвестира) искључиво у складу са прокламованим инвестиционим циљевима, као и посебним аранжманима са представницима запослених (и послодавца) који му своју штедњу поверавају на управљање. У том смислу, свака трансакција која би довела до конфликта интереса, односно омогућила менаџменту пензијског фонда да оствари личну корист, може се сматрати забрањеном. Такође, за менаџмент пензијског фонда произилази обавеза правовременог и тачног информисања поверилаца, како о оствареним инвестиционим резултатима, тако и о евентуалној потреби да се промени инвестициона политика у наредном периоду. У том смислу, захтеви који се у погледу извештавања постављају пред менаџмент фонда не разликује се битније од обавезе које у погледу извештавања својих акционара

имају акционарска предузећа.Нажалост,често уопштени ставови, уносили су доста неодређености у процесу управљања пензијским фондовима и отварали простор за акцију која је не ретко резултирала нелегалним и погрешним потезима.Није редак случај да се

запослени и након тридест година рада установила да су своју пензијску сигурност градили на сасвим погрешним претпоставкама,односно да је у тренутку њиховог одласка из предузећа (или отказивања пензијског плана) њихова пензијска штедња добрим делом или у потпуности била потрошена. У намери да спречи злоупотребе,већина законодавстава је знатно поштрило прописе у погледу извештавања осигураника од стране руководства пензијских фондова,а такође и поштрило контролу од стране надлежних државних институција и њихових органа.

в) Приватни пензијски фондови почивају на два извора прихода.Први извор прихода чине доприноси који се у основи могу колектирати на три начина.Први начин је да само запослени доприносе пензијском фонду и то кроз редукацију своје плате у уговором предвиђеном износу (проценту) који се по правилу опорезује.Други начин је да само послодавац доприноси пензијском фонду,третирајући ове доприносе као трошак пословања који се такође опорезује.Трећа и најчешћа коришћена могућност је да запослени и послодавац обострано доприносе пензијском фонду,при чему су њихова учешћа прецизирана међусобним уговором,а најчешће једнака.Други извор прихода пензијског фонда чини принос на инвестирани капитал,било кроз наплату реализованих дивиденди и/или камата,било кроз апresiasiју тржишне вредности активе пензијског фонда,или обострано.

Основна претпоставка за функционисање приватног пензијског фонда је да исти буде у потпуности фондиран.Потпуно фондираним пензијским фондом се сматра фонд чија је тржишна вредност активе најмање једнака садашњој вредности свих очекиваних будућих пензија зарађених уплаћеним доприносима до садашњег тренутка. Другим речима,једини основ за исплату очекиваних будућих пензија могу бити претходно уплаћени доприноси као и приход реализован њиховим инвестирањем на финансијском тржишту.Нажалост, подфинансирање није карактеристика само јавних пензијских фондова,оно је присутно и у пракси многих приватних пензијских

фондова.Негативна разлика између тржишне вредности активе фонда и садашње вредности очекованих будућних пензија најчешће је резултат два фактора.Први фактор је везан за употребу неодговарајућих актуарских претпоставки било кроз обрачун

доприноса на нивоу нижем од потребног,било кроз непотребно скраћење очекиваног животног века запослених .Други и подједнако значајан разлог су нереализована инвестициона очекивања на финансијском тржишту,односно подбачај у погледу реализованих прихода у односу на очекиване,или,што је још значајније,пад тржишне вредности активе фонда.И док у погледу првог разлога менаџмент фонда најчешће наилази на разумевање запослених,код другог разлога то није случај.Наиме,запослени могу прихватити да из увећаних доприноса у будућности покрију претходно створене разлике,али зато нису спремни да снесу одговорност за промашаје инвестиционе политике.

5. ПЕНЗИЈСКЕ ШЕМЕ

Концепт пензијског осигурања мора да одговори на следећа суштинска питања: прво,коме се и како исплаћује пензија; друго,како се и од кога прикупља новац за плаћање пензија; треће,да ли су и у каквој вези доприноси за пензијско осигурање и сама пензија; и четврто,које институције обављају пензијско осигурање. Начелно посматрано,могућа су два метода одређивања индивидуалних пензија: прописана исплата (defined benefit) и прописан допринос (defined contribution).Код метода прописане исплате корисник пензије прима пензију чија је висина установљена одређеном унапред познатом формулом. Формула обухвата одређене елементе као што су број година осигурања,зарада осигураника,итд. У овом случају пензија појединца не зависи од суме за њега уплаћених доприноса,већ од неких других карактеристика. Отуда, систем прописане исплате дозвољава изразита преливања од једних категорија осигураника ка другима.Због тога,код овог метода уопште није извесно колико ће појединац платити доприноса за дату пензију.

Једна општа формула могла би да дефинише висину индивидуалне пензије (P) по методи прописане исплате као функцију година старости при пензионисању (G),зараде осигураника у одређеном броју година (Z),прописима одређеног минимума

пензије (M), година укупног радног стажа или стажа у самом предузећу (S) и фактора великодушности (v):

$$P(G) = M + v * Z * S$$

Други тип пензијске шеме је познат као метод прописаног доприноса. Код овог типа није унапред одређена и позната висина пензије преко утврђене формуле, већ је (обично законом) прописана висина пензијског доприноса директна веза између пензије и доприноса којег су сам пензијски осигураник и/или послодавац уплатили пензијском фонду. Пензија се, дакле, одређује на основу акумулиране суме доприноса пензијског осигураника. Средства потичу како из обавезног и прописаног доприноса на зараде, тако и из инвестиционих прихода. Слободан капитал пензијских фондова овог типа инвестира се на тржишту капитала (или у некретнине) и доноси инвестициони принос који се приписује рачунима осигураника (и увећава их). Метод прописаног доприноса оставља далеко мање простора редистрибутивној функцији, зато што се пензије непосредно везују за уплаћене доприносе.

Метод прописане исплате као да обезбеђује већу извесност односно (мањи ризик) за пензионера у поређењу са методом прописаног доприноса. По првом методу осигураник тачно зна колика ће му пензија бити (према познатој формули), тако да не сноси било какав ризик. По методи приписаног доприноса пензија је једна непозната величина, која код осигураника уноси одређен степен неизвесности, односно ризик. Међутим, поменута извесност висине пензије везане за метод прописане исплате често се у прекси показује привидном. Како то обично бива тешкоће пензијског система у мањој или већој мери преваљују се на терет осигураника, тако да се његова пензија мења кроз непотпуну индексацију, промену пензијског закона.

Ако се пензија исплаћује из раније акумулираних средстава осигураника, пензионер се суочава са опасношћу да надживи та средства, односно да их потроши пре краја живота. Проблем “дуговечности” може се решити рентном полисом осигурања. На основу просечног очекиваног трајања живота, осигуравајућа друштва могу да издају полису којом обезбеђују доживотне исплате власницима полисе, миксујући вероватноће (ризике) прекратког и предугог животног века појединих осигураника. Наравно, могуће је да

и сам пензијски фонд преузме ову улогу осигуравајућих друштава и да периодично исплаћује пензије на истим принципима. Пензијски фонд може финансирати пензију на три начина: прво, дозначавањем

новца сваког месеца (као код нас); друго, предајом (у моменту пензионисања) вредног папира који обезбеђује редован приход пензионерима док живе (и евентуално њиховим наследницима)-рентна полиса осигуравајућих компанија; и треће, једнократном исплатом припадајуће суме на дан пензионисања из које нови пензионер може купити рентну полису.

6. РАЗВОЈ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Пензијски фондови су забележили значајан раст своје активе у послератном периоду, а поготово у земљама у којима егзистирају приватни пензијски програми. Ова експанзија је резултат растућег покрића радне снаге пензијским осигурањем и растуће вредности доприноса пензијским фондовима. То се односи нарочито на приватно пензијско осигурање које је постало значајан сегмент преговарања између представника запослених и послодаваца, заједно са нивоом плата и условима рада. У САД, на пример, пропорција радне снаге покривена приватним пензијским осигурањем предузећа била је удвостручена. Од друге половине 1970-их, међутим, формирање нових пензијских планова предузећа је успорено, а новији раст активе приватних пензијских фондова више је резултат растуће вредности доприноса него растуће покривености запослених пензијским осигурањем. Истовремено, значајно је порасла и сама вредност активе приватних пензијских фондова. Комбинована актива јавних и приватних пензијских фондова крајем 1980-их већ је превазишла износ од 2000 милијарди USD. Компаративно у односу на друге институције унутар финансијског система САД, пензијски фондови су се учврстили на другој позицији са становишта вредности своје активе, а одмах иза сектора комерцијалног банкарства. Слична ситуација је у Великој Британији и другим високоразвијеним западноевропским земљама.

За разлику од других типова финансијских посредника (пре свега банака, штедно кредитних асоцијација, па и инвестиционих фондова), приватни пензијски фондови имају ограничену потребу за ликвидношћу. Наиме, новчани токови ових институција (cash flows)

могу се предвидети са значајном прецизношћу. Пензијски фонд је у могућности да релативно прецизно предвиди будуће приливе по основу доприноса (као фиксни проценат плате сваког запосленог

којим континуирано доприноси фонду), а такође у могућности је да предвиди и будуће одливе по основу пензијских примања која су предвиђена уговором. Ово омогућава пензијским фондовима да инвестирају на дугорочној основи, што они и чине концентришући своје инвестиције углавном на тржишту капитала. У земљама у којима је приватно пензијско осигурање остварило значајан степен развоја (са становишта покрића радне снаге и активе пензијских фондова), приватни пензијски фондови се сматрају једним од најзначајнијих инвеститора на тржишту капитала.

При томе, различите су позиције појединих типова пензијских фондова са становишта њихове оријентације ка појединим сегментима тржишта капитала. Као што је претходно истакнуто, јавни пензијски фондови који се не финансирају у потпуности на *pay-as-you-go* принципу, односно фондови који су успели да акумулирају изванредан волумен капитала, своју активу компонују претежно од обвезница државе и бонитетнијих корпорација, а значајно мање од корпоративних акција. Овакав распоред активе јавних пензијских фондова условљен је регулативом појединих земаља, односно њиховом обавезом да инвестирањем у нискоризичне хартије од вредности створе могућност да испуне раније преузете а гарантоване обавезе. Наравно, овакав вид улагања носи ниже приносе.

За разлику од јавних пензијских фондова, приватни пензијски фондови у већој мери концентришу своје инвестиције на тржишта акција. У појединим земљама они се сматрају и најзначајнијим институционалним инвеститором на овом тржишту. У САД, приватни пензијски фондови су непосредно након рата инвестирали готово искључиво у обвезнице корпорација и државе, да би се са развојем тржишта акција и растом њихових приноса они углавном прекомпоновали своју активу у корист овог тржишта. Половином 1980-их година више од половине укупне активе чиниле су управо акције, док је учешће државних и корпоративних обвезница износило око 40%. Даљи раст капитала приватних пензијских фондова заједно са њиховом растућом оријентацијом да инвестирају у акције корпорација водили су ове институције ка лидерској позицији на

тржишту акција.Томе у прилог говори и податак да су приватни пензијски фондови у САД почетком 1950-их година поседовали

свега око 1% од укупног стока емитованих корпоративних акција,да би се овај износ крајем 1991 године попео на 25%.У том погледу они су се стабилизовали на првом месту међу институционалним инвеститорима,а одмах иза сектора домаћинства као традиционално највећег холдера корпоративних акција (са учешћем од 53% у укупним холдинзима акција).Осим на тржишту акција,пензијски фондови у САД су и значајни инвеститори на тржишту корпоративних обвезница. Половином 1993 године они су располагали са 22% од укупне вредности емитованих корпоративних обвезница,што их је сврставало на друго место одмах иза сектора осигуравајућих компанија (чије је учешће износило 39%).

У Великој Британији, пензијски фондови и осигуравајуће компаније су традиционално најзначајнији инвеститори на финансијском тржишту.При томе,приватни пензијски фондови држе лидерску позицију на тржишту акција, а осигуравајуће компаније на тржишту корпоративних обвезница.Преосталу конкуренцију представљају још само инвестициони фондови,чији је снажан раст капитала у последњих петнаестак година избацио ове институције у сам врх институционалног инвестирања (одмах иза пензијских фондова и осигуравајућих компанија).

За разлику од претходно поменутих земаља,у већини развијених западноевропских земаља приватни пензијски фондови су остварили знатно ниже стопе раста своје активе,као и ниже стопе учешћа у укупној финансијској штедњи домаћинства.Разлози су садржани у високој покривености радне снаге јавним пензијским програмима,као и у нешто споријем развоју тржишта хартија од вредности у овим земљама.Висока покривеност јавним пензијским осигурањем се односи како на запослене у државном сектору привреде,тако и на запослене у приватном сектору привреде који партиципирају у програмима јавног социјалног и пензијског осигурања.Програми јавног социјалног и пензијског осигурања у овим земљама се међутим све више суочавају са проблемима финансирања (висока социјална и пензијска давања,опадајући рацио између запослених и пензионера,раст дефицита),а ситуација је нарочито акутна у Француској и Италији.Правовремено и шире

укључивање запослених у програме приватног пензијског осигурања се у том смислу сматра неопходним, уз одговарајуће постављење регулативних захтева.

Када је у питању тржиште капитала, не треба изгубити из вида да је у овим земљама још увек релативно високо учешће педузећа у власништву појединаца или ортаклука, што је имало сразмеран утицај на нешто спорији развој тржишта корпоративних акција у оквиру финансијског тржишта неких европских земаља. Ако се узме у обзир да су управо корпоративне акције представљале основни инструмент на коме су пензијски и инвестициони фондови градили своју инвестициону политику у земљама у којима су остварили највиши степен развоја (учешће акција углавном превазилази половину активе ових институција), онда је сасвим јасно зашто је простор за функционисање приватних пензијских фондова у већини западноевропских земаља релативно сузеш (са становишта инвестирања). Наиме, основни предуслов за успешно функционисање приватних пензијских и инвестиционих фондова је да располажу тренутно утрживом активом, односно да буду у могућности у сваком тренутку да изврше прекомпозицију своје активе у циљу реализације очекиваних приноса (или снижења ризика). У супротном, инвестициона политика ових институција би се свела на инвестирање у обвезнице корпорација и државе, или чак и реално кредитирање привреде и становништва, што их не би значајније диференцирало од банкарског сектора (изузев у сфери мобилизације ресурса). Сходно томе и приноси од оваквог инвестирања би били реално нижи, а озбиљно би били доведени у питање и сами принципи на којима ове институције функционишу.

Претходни разлози јасно упућују на закључак зашто пензијски и инвестициони фондови у западноевропским земљама нису остварили онај ниво раста који су остварили у оним земљама у којима водећу улогу у финансијским холдинзима грађана. Банкарски сектор у финансијским системима западноевропских земаља још увек има доминантну улогу, а то се односи и на заступљеност банкарских депозита у финансијској активи домаћинства.

6.1 РАЗЛОЗИ ЗА РЕФОРМУ ПЕНЗИЈСКОГ СИСТЕМА

О потреби да се изврши реформа система социјалног и пензијско-инвалидског осигурања у развијеним тржишним економијама почиње да се говори још крајем 1970-их година.

Пензијски системи у садашњем облику у овим земљама датирају још са почетка 1930-их година. Финансирање овако уведених права, међутим, постаје све значајнији финансијски терет. Када су у питању земље у транзицији, финансирање релативно великодушно уведених пензијских права представља акутан проблем још од половине 1980-их година, при чему се у појединим земљама он рефлектује у нередовним пензијским исплатама. Спровођење реформи међутим, често наилази на снажан отпор у друштву, пре свега од стране запослених и пензионера. Фактори који изискују реформе јавних пензијских система су многобројни, а као најважнији могу се истаћи следећи:

1) Раст просечне дужине живота и опадање наталитета проузроковали су значајно повећање учешћа старих лица у укупној популацији. Овај тренд је нарочито изражен у развијеним земљама. У односу на време оснивања јавних пензијских фондова у појединим развијеним земљама, просечан животни век је порастао за скоро 10 година. У претходним деценијама је дошло до значајног смањења односа између броја запослених и броја пензионера. У САД, на пример, 1935 године је на 11 запослених долазио један пензионер, да би половином 1980-их овај однос опао на свега 3:1, а данас једва да достиже и 2:1. Од времена када је однос између броја запослених и броја пензионера био неупоредиво повољнији и када су јавни пензијски фондови били у могућности да формирају чак и знатан волумен активе, дошло се ди тренутка када ови фондови не само да нису у могућности да формирају било какве резерве, већ се у знатном броју земаља налазе и у хроничном дефициту. Као нужни интервент, при том, појављује се држава, а значајно су повећане и саме стопе доприноса за пензијско и инвалидско осигурање запослених у појединим земљама.

Сличан тренд је забележен у СЦГ. Од нешто више од 700 хиљада пензионера колико је било 1983 године (када је законски уобличен садашњи систем пензијско-инвалидског осигурања), овај број је порастао на око 1,2 милиона пензионера 1994 године (што представља раст од 71% или око 5% просечно годишње). Као

результат овога раста значајно је опао однос између броја запослених и броја пензионера, са 3,5 на 1,8 у истом периоду.

2) Релаксација услова за стицање права на одлазак у пензију

Условила је додатни раст учешћа пензионера у укупној популацији, односно додатно погоршање односа између броја запослених и броја пензионера.

У основи, да би појединац стекао услов за одлазак у старосну пензију он мора да испуни један од два основна критеријума: први, да има одређен број година старости и други, да има одређени број година стажа осигурања. У највећем броју земаља број година старости као услов за одлазак у старосну пензију креће се између 60 и 65 година, док се у случају дужине радног стажа овај период најчешће креће у распону од 30 до 40 година. Бројним олакшицама у систему стварна старосна граница за одлазак у пуну старосну пензију у пракси многих земаља је испод оне која је званично утврђена. Олакшице се односе на проширење могућности за одлазак у пуну старосну пензију и пре одређеног броја година старости, као и нешто хуманији поступак код процене степена инвалидитета лица и могућности за одлазак у инвалидску пензију. Институт бенефицираног стажа у почетку је примењиван на свега неколико занимања, да би се временом проширио на шири круг делатности. Да би се појединац квалификовао за стицање инвалидске пензије он најчешће мора да испуњава два услова: прво, одговарајући губитак радне способности проузрокован радом у свом основном занимању и друго, официјелно утврђену, минималну дужину стажа осигурања.

3) Сам начин утврђивања висине пензије водио је општем расту стопа доприноса за пензијском-инвалидском осигурања, као и растућим дефицитима у финансирању пензијских давања у највећем броју земаља. Старосна пензија по основу јавног пензијског осигурања по правилу је редовно месечно примање, чија је висина утврђена као проценат зараде осигураника током читавог или уобичајено дела стажа осигурања. У погледу утврђивања пензијског основа, разлике се односе на избор периода у коме ће просечна зарада послужити као основ за утврђивање висине пензије.

Истраживања показују да су осигураници који су се пензионисали у току првих 30 година функционисања јавних пензијских програма у овим земљама примили више него што су издвојили у виду доприноса, док ће будући пензионери очекивано

примити мање. Овакав трансфер средстава свакако је на штету младе генерације, поготово млађих породица са децом, чија су релативно нижа примања оптерећена високим доприносима, док се пензиона популација у развијеним земљама појављује као растући конзумент потрошних добара, туристичких и других услуга. Укупна издавања запослених у појединим развијеним земљама већ су достигла готово половину њихових укупних прихода, што је имало сразмеран утицај на ниво стандарда грађана у овим земљама и могућност њихове додатне штедње (инвестирања).

4) Постојећи систем јавног пензијског осигурања угрожавају и економски раст у великом броју земаља. Овај утицај се рефлектује у растућем учешћу расхода за пензијско-инвалидско осигурање у структури укупних јавних расхода као и паду реалних инвестиција. Перманентни раст средстава неопходних за текуће финансирање пензија (и других социјалних давања) постаје све неиздржљивији финансијски терет чак и за најбогатија друштва. Финансирање растућих износа социјалних и пензијских давања од стране државе може бити извршено само на рачун смањења других компоненти јавних расхода као што су инвестирање у инфраструктуру, образовање, здравство, итд. Раст пореза и доприноса у претходном периоду већ је условио сразмеран пад штедње и инвестиција, истискујући постепено приватни сектор са тржишта капитала, што је успорило привредни раст и у многим високоразвијеним земљама.

СЦГ систем јавног социјалног и пензијског осигурања био је скуп и нерационалан чак и у периоду када је друштвени производ по становнику био знатно виши него што је то реално данас. Он не уважава економске и демографске трендове, представља неиздрживи финансијски терет који онемогућава стварање услова за економски опоравак и раст. Најбољи показатељ поменуте неефикасности је превисоко, економски нереално учешће расхода за пензијско-инвалидско осигурање у друштвеном производу наше земље. Расходи за пензијско и инвалидско осигурање су у друштвеном

производу Србије и Црне Горе 1983 године учествовали са 6,7% да би 1994 године ови расходи већ износили 12% друштвеног производа.

6.2 ПРИСТУП РЕФОРМИ ПЕНЗИЈСКОГ СИСТЕМА

Потреба за реформом система социјалног и пензијског осигурања широко уочена, стварној реформи се приступило у релативно малом броју земаља. Разлог за то треба потражити у снажном отпору пензијске популације. Такође, као противници планиране реформе појављују се и поједине категорије запослених, пре свега запослени који се налазе при крају радног века. Са друге стране, чини се да расте популација запослених којима поменута реформа одговара. То су пре свега млађа и средња генерација запослених чији су приходи последњих година оптерећени високим издвајањима. Када је у питању реформа система јавног социјалног и пензијско-инвалидског осигурања готових решења практично да нема. Велики је број непознаница у овој области, а о резултатима реформи које су спроведене у свега неколико земаља још је рано да се говори. Ипак, чини се да су се искристале неке од мера које је могуће предузети. При томе, поменута реформа се најчешће пројектује у две фазе. У првој фази би се поштрили услови за одлазак у пензију паралелно са рационализацијом обрачуна висине пензија, док би се у другој фази приступило постепеној трансформацији јавног у приватни систем пензијског-инвалидског осигурања. Од мера у оквиру прве фазе реформе најчешће се предлажу: повећање старосне границе за одлазак у пензију и њено уједначавање за жене и за мушкарце; пораст минималног стажа осигурања уз одговарајућу пропорционалну редукцију пензије за сваку недостајућу годину; сужавање примене института бенефицираног радног стажа; минимизирање могућности за одлазак у превремену пензију уз одговарајућу оштру редукцију пензије; поштравање услова за стицање права на инвалидску пензију; утврђивање пензијског основа (просечне зараде) узимајући у обзир зераде током целокупног стажа осигурања; смањење процента за утврђивање висине пензија, итд. У којој ће мери поменуте мере бити рестриктивне зависи и од већ примењених решења у појединим системима, али, извесно је, представљаће резултат компромиса различитих интереса група: запослених, пензионера и владе.

Друга фазареформе система пензијско-инвалидског осигурања имала би за циљ његову постепену трансформацију.Ово би се остваривало путем формирања приватне шеме осигурања која би

била обавезна и у потпуности базирана на капитакизацији.При томе,јавна шема пензијско-инвалидског осигурања не би била укинута,она би и даље наставила да функционише,али на измењеној основи.То је неопходно да би се и даље наставило са сервисирањем исплата текућој популацији пензионера,односно да би се запосленима који се налазе при крају радног стажа омогућили равноправни услови за одлазак у пензију.У почетку би се висина пензије утврђивала у зависности од суме претходно уплаћених доприноса,а у случају да овако обрачуната пензија не достиже ниво минималне пензије њена висина би се подигла на ниво минималне

Другу компоненту система пензијско-инвалидског осигурања представљало би приватно пензијско осигурање.Приватно пензијско осигурање би било обавезно за све новозапослене у систему,или било би обавезно за све новозапослене и запослене који се не налазе при крају радног стажа.Права по основу приватног осигурања (висина пензије) би се утврђивала искључиво на актуарским принципима,односно зависила би од суме претходно уплаћених доприноса и приноса реализованих њиховим инвестирањем.Конечно, запосленима би се омогућило да формирају сопствени план штедње за старост,који би био у форми индивидуалног пензијског рачуна код поменуте агенције или друге одговарајуће финансијске институције. Укупан пензијски приход на који би пензионер полагао право састојао би се од две компоненте: прве,коју би чинио гарантовани минимални износ пензије по основу јавног пензијског осигурања и друге,коју би представљала разлика до жељеног нивоа пензије која би се остварила путем приватне шеме осигурања.

6.3 ИСКУСТВА У ПОГЛЕДУ СПРОВЕДЕНИХ РЕФОРМИ ПЕНЗИЈСКОГ СИСТЕМА

Од земаља које су успешно реформисале свој пензијски систем (бар по почетним резултатима) најчешће се помињу Чиле, Аргентина, Перу, Швајцарска, Аустралија и Сингапур. При томе.искуство поменутих латиноамеричких земаља у спровођењу

реформе може се сматрати драгоценим. Процес реформе започет је у Чилеу, чији се јавни пензијски систем у дужем периоду налазио у високом дефициту, стопе доприноса из зарада запослених и

послодаваца су биле изразито високе. Овај систем је 1981 године у потпуности замењен новим, који се састоји од два подсистема: јавне шеме пензијског осигурања која је, при том, знатно измењена у односу на претходну и приватне, обавезне шеме осигурања за све новозапослене у систему. Јавна шема пензијско-инвалидског осигурања обезбеђује 12% просечне зараде месечно старим лицима која нису била обухваћена овим осигурањем, као и 22-25% просечне зараде – пензијског основа месечно оним пензионерима који су доприносили јавном пензијском програму најмање 20 година. Приватна шема пензијско-инвалидског осигурања је уведена као новитет по угледу на приватне пензијске програме у појединим развијеним земљама, при чему се ниво право по основу овог осигурања утврђује искључиво у зависности од уштеђених средстава и њихових приноса.

Приватни пензијски програм у Чилеу се показао веома атрактивним, па је након свега 5 година овим видом осигурања било покривено чак 60% укупне популације запослених, да би до краја 1990 године поменуто учешће порасло на 79%. Судаћи по почетним резултатима, реформа пензијског система у Чилеу се може назвати успешном. Не треба изгубити из вида, међутим, да је приватни пензијски програм тек недавно почео да исплаћује пензије својим осигураницима, па је о стварном успеху реформе још рано да се говори. Успех реформе ће зависити од пословања компанија које администрирају овим видом штедне запослених, односно од њихове способности да и у будуће остварује добре резултате (приносе) на финансијском тржишту. Модел реформе какав је примењен у Чилеу захтева одговарајући суфицит државног буџета у дужем временском периоду, солидно развијен финансијско тржиште и климу финансијске стабилности, што није случај у већини латиноамеричких земаља.

Поједине земље су приступиле извесним корекцијама унутар својих јавних пензијских система, па су Словенија, Румунија и Балтичке земље одпочеле са постепеним повећањем старосне границе за пензионисање (у Словенији за 2 године, у Естонији за по 6

месеци годишње док не достигне 65 година за мушкарце и 60 за жене, итд), док су Балтичке земље промениле формулу за утврђивање висина пензија. У појединим земљама (Чешка, Пољска, Мађарска и

Словенија) приступило се нешто озбиљнијим захватима, па је део државног капитала у процесу приватизације трансферисан пензијским фондовима (институцијама које администрирају пензијско осигурање).

По новом републичком закону о основама пензијског-инвалидског осигурања, новина је садржана у решењу да у управљању пензијским фондовима у будуће учествују и послодавци (уз запослене и кориснике права), док ће пензијским фондовима бити омогућено да евентуални претек средстава након исплате пензија у будуће инвестирају у циљу остваривања добити на финансијском тржишту. Новину представља и решење да поред обавезног пензијског-инвалидског осигурања у будуће постоји могућност и добровољног осигурања (којим ће администrirати овлашћене приватне организације). У оквиру постојећег система тежило се извесном поштравању услова за стицање права на старосну пензију, као и других права по основу пензијског осигурања, а у циљу финансијског растерећења пензијских фондова. Такође је и утврђена нова граница за стицање старосне пензије а то је 63 године за мушкарце и 58 година за жене, а новина је да се за основицу узима цео радни стаж. Извесна ограничења су утврђена у домену услова за стицање права на одлазак у пензију, па је усвојено укидање института превремене пензије, докупа стажа и друге категорије инвалидности.

ИНВЕСТИЦИОНА ПОЛИТИКА ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Претходно излагање је имало циљ да се дефинише позиција пензијских фондова у финансијским системима појединих развијених земаља. Сама инвестициона политика приватних пензијских фондова не разликује се значајније од оне коју примењују инвестициони фондови, изузев што су регулативама појединих земаља строжије постављени захтеви у погледу диверсификације пласмана, односно редукције ризика кроз ограничења у погледу инвестирања у високоризичне хартије од вредности. Пензијски фондови којима посредством својих инвестиционих одељења управљају сами оснивачи (предузећа, финансијске институције или њихова удружења) имају нешто више слободе у конципирању своје портфолио политике. То се односи и на фондове који су поверени другим институцијама на управљање (пре свега банкама и труст компанијама), а у чијем управљању партиципирају представници запослених и послодаваца. Сасвим је други случај када су у питању фондови које поједине институције нуде као оформљене инвестиционе пакете, а чији је инвестициони садржај унапред дефинисан.

Прве декаде у пословању приватних пензијских фондова биле су обележене њиховом нешто конзервативнијом инвестиционом политиком. Конзерватизам се огледао у избору инвестиционих алтернатива, а пре свега када је реч о корпоративним акцијама. Типичан портфолио пензијског фонда се састојао од два сегмента: првог, који је био компонован од акција углавном старијих и стабилних компанија и који је при том био мањи и другог, који се састојао од обвезница истих таквих компанија као и владиних обвезница. Оваква инвестициона политика је имала двоструке консеквенце. Прво, принос који је оствариван по основу инвестирања само у хартије од вредности старих и стабилних компанија био је реално нижи него да се паралелно инвестирало и у ефекте млађих, иновативнијих компанија (које су уз нешто веће пропратне ризике обезбеђивале и реално више приносе). Друго, оваква инвестициона политика је имала и значајне импликације на алокацију финансијских ресурса у економији. Наиме, растући капитал пензијских фондова био је знатно мање доступан новим и

иновативним компанијама, компанијама које се сматрају основним носиоцима привредног развоја у свакој економији. У САД, оваква ситуација је забележена у току 1950-их, 1960-их и 1980-их (мада уз нешто веће учешће акција у портфолиима пензијских фондова), док су се у току 1970-их година услед опадајућих перформанси тржишта акција (повезано и са инфлаторним кретањима у овом периоду) пензијски фондови у већој мери концентрисали на инвестирање у реалну имовину и делимично у хартије од вредности иностраних емитената.

Новији период бележи извесне промене у инвестиционој политици приватних пензијских фондова. Промене се односе на већу заступљеност акција у портфолиима пензијских фондова (по правилу између $\frac{1}{2}$ и $\frac{3}{4}$ активе фонда), као и шире укључивање акција млађих, иновативнијих компанија (које обећавају и више приносе). Оптимистички приступ инвестирања на тржишту капитала резултат је растућих притисака оснивача пензијских фондова да се реализују више стопе приноса, односно бар једнаке онима које су реализовали други инвеститори на тржишту капитала (пре свега инвестициони фондови). Више стопе приноса воде бржој акумулацији капитала потребног за исплату будућих пензијских примања, односно

редукцији будућих доприноса запослених као и трошкова спонзоришуће компаније. У том смислу, растућа је интенција запослених и послодаваца да се повећају приноси пензијских фондова и на тај начин редукују њихови будући трошкови (или повећа ниво будућих пензија). Наравно, оваква инвестициона политика носи и пратеће више ризике, а поготово када је реч о инвестирању у хартије од вредности мање бонитетних компанија.

Развој тржишта капитала није потврдио тезу да постоје супериорне групе инвеститора који имају повољнији приступ информацијама на тржишту капитала и способност да такве информације супериорно искористе. Високи приноси које су поједини инвеститори реализовали на тржишту капитала (и то углавном у краћем периоду) по правилу су били праћени високим губицима других. Ово се односи на практично све групе инвеститора, па и на пензијске фондове. Позитивна колерација између виших очекиваних приноса и виших ризика карактеристична је и за

инвестирање пензијскох фондова, а опасност од високе изложености ризику најбоље се види из чињенице да су у само једном дану хаотичних кретања на тржишту акција у САД, 19 октобра 1987. године, приватни пензијски фондови изгубили близу 100 милијарди долара своје активе. Да би се спречило обнављање оваквих појава надлежне институције су углавном поштриле контролу пословања пензијских фондова. За то су заинтересовани и сами запослени, са обзиром да се ради о њиховој будућој пензијској сигурности. Захтеви се односе на примену одговарајуће диверсификације пласмана од стране пензијских фондова као и на елиминисање високоризичних хартија од вредности из њихових портфолиа. Одговарајућа диверсификација пласмана подразумева инвестирање у хартије од вредности већег броја емитената, са циљем да се минимизира тзв. диверсификована компонента ризика (несистемски ризик). Портфолио теорија указује да је обухват од око 30 хартија од вредности различитих емитената сасвим одговарајући, изузев уколико су емитенти концентрисани унутар једне или неколико комплементарних индустријских области (што би проширило дејство тзв. системског ризика).

Такође, од пензијских фондова се захтева да не инвестирају у хартије од вредности предузећа са слабијим перформансама, упркос томе што оваква предузећа најчешће обећавају високе приносе. То се односи на предузећа која су остварила значајне губитке у прошлости, односно чије су акције бележиле знатније осцилације у својој тржишној вредности. Овај захтев се најчешће преводи у обавезу пензијских фондова да инвестирају у хартије од вредности предузећа са највишим кредитним рејтингом, односно предузећа која су високо рангирана од стране реномираних саветодавних институција. И заиста, поучени искуством појединих фондова који су остварили губитке инвестирајући у ризичне инструменте (шпекулативне трансакције), пензијски фондови су се генерално окренули сигурнијим пласманима, односно инвестирању у акције и обвезнице најперформанснијих компанија (укључивши младе и просперитентне компаније и допуњујући оваква улагања извесним холдинзима државних обвезница.

Однос између појединих сегмената активе варира од фонда до фонда (самим тим и ниво очекиваног приноса и ризика), али, у основи, пензијски фондови примењују нешто опрезнију портфолио политику. Томе у прилог говори и чињеница да је велики број предузећа препустио управљање својим пензијским активама осигуравајућим компанијама, које по правилу осигуравају активе

фондова којима управљају.Осигуравајуће компаније су по правилу и најконзервативнији инвеститори на финансијском тржишту,а на то их приморавају и регулативе у појединим земљама.У САД,на пример,осигуравајуће компаније управљају готово трећином укупне активе свих пензијских фондова,мада су предмет озбиљних ограничења у погледу њихове инвестиционе политике. Наиме, осигуравајућим компанијама у САД је дозвољено да инвестирају максимум 10% свог капитала у корпоративне акције,па су се ове институције у већој мери концентрисале на инвестирање у обвезнице корпорација,на чијем тржишту су уосталом водећи инвеститор.Извесна релаксација је проистекла из формирања сепаратних рачуна,односно могућности да капитал пензијског фонда буде инвестиран независно од ограничења везаних за холдинге самих осигуравајућих компанија,али не треба изгубити из вида да ове институције ипак имају мање праксе када је у питању портфолио анализа и инвестирање на тржишту акција.Упркос овом,знатан број

предузећа је препустио своје пензионе активе осигуравајућим компанијама,тежећи да их на овај начин додатно осигура.

Дакле,приватни пензијски фондови спадају у опрезне инвеститоре на тржишту капитала,а то је и у складу са њиховим прокламованим обавезама у погледу обезбеђења сигурности будућих пензијских исплата њиховим осигураницима.

9. ФИНАНСИЈСКИ ПОСРЕДНИЦИ У ТРЖИШНОЈ ПРИВРЕДИ

Мора се посебно указати на велики значај финансијског тржишта и његових институција за нормално функционисање привредног механизма и свих друштвених делатности једне земље. То стога што је реформа пензијског система могућа само у једном правцу, а то је стварање нових финансијских институција (финансијских посредника или институционалних инвеститора) – које на себи треба да преузму део терета финансирања ових расхода. Пут у том правцу реформе има много опција (могућности комбиновања елемената старог и новог система), али стварна реформа неће бити могућа ако се не буде поступно ишло у правцу развоја тзв. капиталних пензијских фондова.

9.1 ПЕНЗИЈСКИ ФОНДОВИ КАО ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ

Капитални пензиони фондови су једна од битних институција развијених финансијских тржишта и чине специфичну групу финансијских посредника или институционалних инвеститора. То су без изузетака снажне финансијске институције, а у многим земљама ти фондови су финансијски најмоћније институције на тржишту капитала. Финансијски посредници су институције које на финансијском тржишту посредују између оних привредних субјеката који имају финансијске вишкове (штедњу) и оних субјеката којима је потребан капитал ради инвестирања. У савременим тржишним привредама највеће финансијске вишкове има сектор становништва, а затим сектор државе и непривредних делатности. Са друге стране, сектор предузећа (привреда) перманентно има веће потребе за капиталом од властите финансијске штедње. Финансијски посредници прикупљају финансијске вишкове у секторима где се они јављају и пласирају их тамо где постоји потреба за капиталом (а то је у највећем броју случајева сектор предузећа). Ако у некој земљи не постоји развијено финансијско тржиште (са разгранатом структуром финансијских посредника), онда ће последице тога бити двоструко негативне. У таквој привреди ће се формирати нижи обим

финансијске штедње од оптимално могућег. Такође, велики део формиране финансијске

штедње остаје у мањој или већој мери неактивирано. У таквим условима привреда остаје трајно суочена са недостатком капитала. Штедише не располажу са атрактивним могућностима да свој капитал инвестирају профитабилно и уз низак ризик. Инвестирајући туђи капитал финансијски посредници остварују сопствени доходак и профит. Својим клијентима омогућавају да сопствену штедњу пласирају уз већу добит и мањи ризик него што би то сами били у стању да остваре на финансијском тржишту. Финансијски посредници су способни то да учине не само због тога што су стручно оспособљени за инвестирање и управљање капиталом, већ и због тога што располажу великом сумом капитала и могу истовремено да га инвестирају у већи број предузећа. Располажући са већим износима новчаних средстава, финансијски посредници могу да диверсификују свој портфолио. Као мале штедише, то не могу да чине појединачни привредни субјекти. У литератури не постоји нека стандардна класификација финансијских посредника, нити је било неких формалних покушаја да се она сачини. У специфичним условима појединих земаља развијале су се и специфичне институције како би се одговорило потребама привреде и захтевима што ефикаснијег одвијања привредног живота. Ипак могуће је све финансијске посреднике поделити на:

- Банке и друге депозитне институције
- Осигуравајућа друштва
- Пензиони фондови са капиталним покрићем
- Инвестиционе институције (компаније)

За разлику од других типова финансијских посредника (пре свега банака, штедно-кредитних асоцијација, а донекле и инвестиционих фондова), пензијски фондови имају ограничену потрбу за ликвидношћу. Новчани токови ових институција (cash flows) могу се предвидети са знатном прецизношћу. Пензијски фонд је у могућности да релативно прецизно предвиди будуће приливе по основу доприноса. Такође, овај фонд је у могућности да предвиди и будуће приливе по основу примања која су фиксирана уговором. То омогућава пензијским фондовима да инвестирају на дугорочној основи, концентришући своје инвестиције углавном на тржишту

капитала.Јавни пензијски фондови који се не финансирају у потпуности на pay-as-you-go принципу, своју активу компонују

претежно од обвезница државе и бонитетнијих корпорација, а знатно мање од акција предузећа. Овакав распоред активе јавних пензијских фондова условљен је регулативом појединих земаља.

9.2 ИНВЕСТИЦИОНА ПОЛИТИКА ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Инвестициона политика приватних пензијских фондова омеђена је строго постављеним захтевима у погледу диверсификације пласмана, односно редукација ризика. Постоји низ ограничења за приватне пензијске фондове у погледу инвестирања у високоризичне хартије од вредности. У периоду своје “младости” приватни пензијски фондови у развијенијим земљама тржишне економије спроводили су релативно конзервативну и инвестициону политику. Конзерватизам се огледао у избору инвестиционих алтернатива. Типичан портфолио пензијског фонда састајао се из два сегмента: (1) акција углавном старих и стабилних компанија (који је био мањи) и (2) обвезница истих таквих компанија и државних обвезница. Таква инвестициона политика имала је за последицу да је принос који је оствариван по основу инвестирања само у хартије од вредности старих и стабилних компанија био реално нижи него да се паралелно инвестирало и у вредносне папире млађих, иновативнијих компанија које су (уз нешто веће пропратне ризике) обезбеђивале и реално више приносе. Истовремено, оваква инвестициона политика имала је и значајне импликације на локацију финансијских ресурса у привреди. Наиме, растући капитал пензијских фондова био је знатно мање доступан новијим и иновативнијим компанијама. А показало се да су те компаније представљале основне носиоце привредног развоја у развијеним тржишним економијама.

током 80-их и 90-их година уочавају се поступно промене у инвестиционој политици приватних пензијских фондова. Промене се односе на већу заступљеност акција у портфолијима пензијских фондова (по правилу између $\frac{1}{2}$ и $\frac{3}{4}$ активе фонда), као и шире укључивање акција млађих проплузивних фирми (које обећавају и веће приносе). Офанзивнији приступ инвестирању на тржишту капитала резултат је растућих притисака оснивача пензијских фондова да се реализују више стопе приноса, односно, бар једнаке онима које су реализовали други инвеститори на тржишту капитала

(пре свега инвестициони фондови).Развој тржишта капитала није потврдио тезу да постоје супериорне групе инвеститора,односно

инвеститора који имају повољни приступ информацијама на тржишту капитала и способност да такве информације искористе боље од других.Високи приноси које су поједини инвеститори реализовали на тржишту капитала (и то углавном у краћем периоду) по правилу су били праћени високим губицима других.Веза између виших очекиваних приноса и виших ризика карактеристична је и за инвестирање пензијских фондова.Да би се то спречило надлежне државне институције су поштриле контролу пословања пензијских фондова.За то су заинтересовани и сами запослени,будући да је у питању њихова будућа пензијска сигурност.Од пензијских фондова се тражи да примењују одговарајућу диверсификацију пласмана од стране пензијских фондова као и на елиминисање високо ризичних хартија од вредности и њихових портфеља.Диверсификација пласмана подразумева инвестирање у хартије у вредности већег броја емитената.Такође,од пензијских фондова се захтева да не инвестирају у хартије од вредности предузећа са слабијим перформансама иако таква предузећа најчешће обећавају високе приносе.Реч је о предузећима која су остварила знатне губитке у прошлости,односно чије су акције имале веће осцилације у погледу своје тржишне вредности.

Однос између појединих сегмената активе варира од фонда до фонда,али у основи пензијски фондови спадају у опрезне инвеститоре на тржишту капитала.То је у складу са њиховим прокламованим обавезама које се односе на обезбеђење сигурности будућих пензијских исплата њиховим осигураницима.Не изненађује, отуда,чињеница да је велики број предузећа у развијеним земљама тржишне привреде препустио управљање својим пензијским активама осигуравајућим компанијама,које по правилу осигуравају активе фондова којима управљају.Осигуравајуће компаније спадају у групу најконзервативнијих инвеститора на финансијском тржишту (великим делом и због тога што су на то приморани законском регулативом у појединим земљама).

9.3 АКТИВНОСТИ ПЕНЗИОНИХ ФОНДОВА НА ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА

Пензиони фондови се појављују као учесници на финансијском тржишту само уколико заиста постоји фонд са расположивим

финансијским средствима за инвестирање. Наиме треба напоменути да могу постојати пензионе шеме у којима не постоји фонд. Такви системи, без фондова, су познати под називом –pay as you go– што у ствари значи да пензиони фонд представља само канал кроз који се средства прикупљена од текућих уплата одмах исплаћују корисницима у облику пензије. Све што уђе у фонд аутоматски бива исплаћено у виду пензија. Ово је најпримитивнији облик пензионе заштите у таквим условима пензиони фонд се не појављује на финансијском тржишту. Овакве шеме постоје чак и у развијеним земљама. Међутим, како поједини аутори истичу, овакав тип пензионих фондова представља својеврсну “демографску временску бомбу” пошто све више људи треба да иде у пензију. Посебну опасност представља чињеница да ће пензије државним службеницима морати да се исплаћују из будућих пореза, што може додатно оптеретити пореске обвезнике.

Други систем пензионих шема су оне где постоји фонд у који се уплаћују доприноси, који инвестира вишкове на финансијском тржиштима и регуларно исплаћује пензије корисницима. У таквим случајевима више средстава улази у фонд него што из њега бива исплаћено, па тиме долази до повећања укупне финансијске снаге фонда. Пензиони фондови могу да се јаве у улози инвеститора на разним сегментима финансијских тржишта. Најчешће улажу у хартије од вредности са малим ризиком (државне хартије, обвезнице локалних органа власти тзв. муниципалне обвезнице, високо квалитетне обвезнице фирми које су инвестиционо рангиране, итд). Такође, они се појављују и као инвеститори у акције. У последњих петнаестак година присутна је тенденција да кроз такозване ESOP-е (Employee Stock Ownership Plan) улажу у акције предузећа у којима су учесници плана, тј. запослени радили. Почетком 90-их година пензиони фондови у САД су преко 80% својих инвестиција усмеравали у обвезнице и акције. У Великој Британији чак више од 50% су улагали у хартије од вредности британских компанија. Пензиони фондови могу инвестирати и на међународном финансијском тржишту, у иностране хартије од вредности, наравно уз услов да то законски прописи то не забрањују. Инвестирање у ино хартије је на пример дозвољено у америчкој савезној држави Оклахоми. Слична ситуација је и у Великој Британији, где чак скоро

20% инвестиција је усмерено у ино финансијске инструменте. У случају да пензиони планови подразумевају постојање фонда тада је

кључна улога портфолио менаџера који треба да пронађу начин да најефикасније управљају слободним средствима фонда. Управљање активом може да се регулише на један од следећа три начина:

1) Спонзор плана овлашћује људе унутар своје куће да управљају средствима фонда-рећи случај у пракси, примењује се само онда када је спонзор финансијска институција која располаже стручним и квалификованим кадровима.

2) Спонзор ангажује професионалне портфолио менаџер-у том смислу најчешће се могу ангажовати стручњаци из осигуравајућих компанија, банака или понекад инвестиционих компанија.

3) Комбинацијом претходна два метода.

Ангажовање пензионих фондова на финансијском тржишта могуће је видети на графику:

Пензиони фонд се најчешће обраћа осигуравајућим компанијама или инвестиционим банкама, које преко брокерских кућа инвестирају на различитим сегментима финансијских тржишта. Највећи обим инвестиција пензионих фондова је у акције, затим обвезнице (како предузећа, тако и државне), онда следе сви остали финансијски инструменти. У групи осталих инструмената доминирају

хипотекарне хартије,акције инвестиционих фондова,краткорочни финансијски инструменти тржишта новца,итд.

www.dunav-tbi.com

Пензиони фондови као инвеститори на финансијским тржиштима немају велику потребу за ликвидношћу.Они имају редован прилив финансијских средстава од запослених или спонзора на основу уговора о пензијском осигурању.Са друге стране,могуће је врло прецизно одредити одливе за потребе исплате текућих пензија. На тај начин се релативно лако могу предвидети разлике између прилива и одлива.Уколико је та разлика позитивна,портфолио менаџери средства могу слободно да пласирају на финансијском тржишту.Врло често спонзор може да ангажује додатне консултанте из области портфолио менаџмента,који у сарадњи са менаџерима осигуравајућих компанија или банака развијају одговарајуће стратегије и планове инвестиција и диверсификације пласмана.Такође они могу: пружати савете у погледу текућих инвестиција,услуге у поређењу са другима,помоћ у мерењу и контроли резултата и низ других услуга.При томе,треба имати у виду да се структура пласмана пензионих фондова може мењати током времена,што зависи од збивања на многим сегментима финансијских тржишта.На пример скандал са Америчком компанијом Enron,где су средства пензионог фонда улагана у акције компаније,значајно је пољуљала поверење у инвестирање у акције.То је са своје стране довело до раста интереса за инвестирање у државне обвезнице и друге мање ризичне финансијске инструменте.

У погледу законске регулативе пословања пензионих фондова постоје извесне разлике између земаља.У САД је пре 1974 године у многим случајевима важила пракса “*pay as you go*”,по којој је издвајање у пензије вршено из текућих прихода,односно фондови готово да нису ни постојали.На тај начин су пензиони фондови имали само дистрибутивну улогу,док запосленима нико није гарантовао сигурност пензија.Од тада расте значај пензионих фондова,захваљујући чињеници да је Конгрес усвоји закон,познат под популарном скраћеницом ERISA.Њиме су дефинисани минимални доприноси које спонзори планова морају константно уплаћивати.Овим законом је повећана одговорност у раду фондова,прецизно дефинисане обавезе запослених,решено питање осигурања,дефинисане пореске олакшице за улагање у пензионе фондове и низ других отворених питања.Све то је довело до још

снажнијег развоја пензионих фондова, повећања њихове финансијске моћи и улоге на финансијским тржиштима, са једне стране, и јачања

поверења и сигурности исплата пензија запосленима са друге стране.

У Великој Британији, основну карактеристику пензионих фондова представља велики проценат инвестирања у акције. У многим случајевима премети инвестирања су акције ино, посебно америчких компанија. Већина тих трансакција се обавља на Лондонској берзи. Са обзиром да инвестиције у инструменте акцијског капитала карактерише висок ниво ризика, пензиони фондови у Великој Британији су у већем обиму користили инструменте хедџинга, пре свега фјучерсе и опције. То представља један од најважнијих разлога којим се може објаснити снажан развој тржишта финансијских деривата у Лондону. Иначе, и у Великој Британији улагање и пословање пензионих фондова је повезано са низом пореских олакшица.

Пословања пензионих фондова у Немачкој и Јапану има извесне специфичности у односу на САД и Велику Британију. У Немачкој је основна специфичност да послодавци могу задржати и управљати средствима која су издвојили за пензије запослених. Међутим, како се не би вршиле злоупотребе, формирана је посебна национална агенција која гарантује сигурност исплате пензија. У Јапану постоји неколико разлика у односу на друге земље. Оне се састоје у следећем:

1) Изузетно велика законска регулатива пословања пензионих фондова - ту се посебно поштују прописи Министарства финансија. Пример ради по јапанским законским прописима, само осигуравајуће компаније и инвестициони фондови могу управљати средствима пензионих фондова.

2) Велику улогу у спонзорисању фондова и избору пензионих менаџера имају велике фирме или индустријске групе. Сигурност је један од основних принципа који се захтева у пословању пензијских фондова.

3) Постоји велика концентрација средстава код пензијских фондова.

Пензиони фондови као и институционални инвеститори у различите финансијске инструменте у Србији и Црној Гори немају

ни приближно онај значај какав имају у развијеним земљама.један од најважнијих разлога лежи у недограђености финансијског

система-неразвијености многих инструмената и сегмената тржишта.Уз све то,треба додати и низак ниво друштвеног производа и буџетске проблеме.Међутим ствари се лагано мењају.У Србији се кроз приватизацију стварају услови за брже прикупљање средстава која би се сливала у пензиони фонд.Поред тога,у току 2002 године већ је формиран и први пензиони фонд.Државне пензије се све редовније исплаћују.треба очекивати да ће паралелно са завршетком токова приватизације,транзиције и комплетирањем свих елемената финансијског система пензиони фондови да на домаћем финансијском тржишту постати значајни инвеститори.

10. ПЕРСПЕКТИВЕ РАЗВОЈА ПРИВАТНОГ ПЕНЗИЈСКОГ ОСИГУРАЊА И ИМПЛИКАЦИЈЕ НА РАЗВОЈ ПРИВРЕДЕ И ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ

Приступ формирању приватних пензијских фондова у земљама транзиције не разликује се битније од оног који је претпостављен за инвестиционе фондове,узимајући у обзир извесне специфичности које су карактеристичне за овај вид дугорочне уговорне штедње запослених.Пројектовање приватних пензијских фондова у земљама у транзицији могло би се заснивати на следећој концепцији:

1)Приватни пензијски фондови би претстављали институције за дугорочну пензијску штедњу запослених,која би се заснивала на уговорној основи и која би посредством пензијских фондова била инвестирана у циљу остваривања добити на финансијском тржишту.

2)Приходи на који би осигураници који су доприносили приватном пензијском осигурању полагали право након одласка у пензију зависео би од њихових претходно уплаћених доприноса и прихода реализованих по основу њиховог инвестирања

3)Приватни пензијски фондови би се могли формирати при већим и бонитетнијим осигуравајућим заводима.Ово је логично са обзиром да су осигуравајући заводи и пензијски фондови институције које своје пословање заснивају на дугорочној и уговорној штедњи становништва.У организационом погледу пензијски фондови би били повезани са институцијама при којима су

основни (осигуравајућим заводима или пословним банкама), док би у билансном и функционалном смислу они у потпуности били

одвојени од основног пословања тих институција. Активом (портфолиом) пензијског фонда управљао би тим портфолио менаџера, који би био биран од стране управног одбора и финансијске институције при којој је фонд основан.

4) Пензијски фондови би у транзиторном периоду инвестирали искључиво у хартије од вредности на финансијском тржишту (наравно, у мери у којој то тржиште омогућује), придржавајући се при том принципа сигурности и профитабилности у свом пословању. У транзиторном као и каснијем периоду пензијски фондови би примењивали принцип диверсификације у пласирању свог финансијског потенцијала.

5) Постоје механизми путем којих би се могла заштитити пензијска штедња запослених и они мотивисати да приступе приватном пензијском осигурању. Један од таквих механизма се у свету широко примењује и састоје се у томе да осигуравајући заводи сами осигуравају активе пензијских фондова који су при њима формиран. Друга врста заштите би се односила на формирање посебних владиних агенција што би представљало форму суперосигурања овог вида штедње запослених. Коначно, пензијски фондови су у свету институције које су под најригорознијом контролом надлежних државних институција.

Интезивни развој децентрализованих (приватних) пензијских фондова у транзиторном периоду могао би се остварити само под претпоставком да се пласмани ових институција усмеравају у квалитетне пројекте у привреди. То подразумева респектовање принципа сигурности у пласирања овог вида штедње грађана, али и принципа профитабилности у циљу реализације приноса који ће обезбедити довољан волумен средстава за исплату очекиваних будућих пензија. Под условом да приватно пензијско осигурање заживи у одговарајућем обиму, позитивни ефекти развоја приватних пензијских фондова на развој привреде и финансијског система у земљама у транзицији могли би бити следећи:

а) повећани прилив капитала за финансирање инвестиција у привреди;

б)јачање тржишних критеријума у пословању предузећа и јачање конкуренције међу предузећима у циљу испуњавања услова за финансирање од стране пензијских фондова;

в)јачање диференцијације предузећа по критеријуму профитабилности,уз резултујуће ефекте на модернизацију технологије и пословања,стандардизацију пословања и бржу прилагодљивост предузећа захтевима тржишта;

г)пораст броја предузећа која испуњавају услове да се хартије од вредности које емитују могу регистровати на берзи,уз резултујући ефекат на развој финансијских берзи и финансијског тржишта уопште;

д)повећана конкуренција међу осигуравајућим предузећима у циљу привлачења пензијске штедне запослених (у смислу формирања пензијских фондова при осигуравајућим заводима),као и повећана конкуренција унутар банкарског система у правцу ефикаснијег (селективнијег) кредитирања привреде;

ђ)већа стимулација запослених кроз јасан економски став да се штеди за себе уместо за друге,итд.

Изложене импликације се односе на потенцијалну улогу пензијских фондова као инвеститора на финансијском тржишту.У том смислу,развој пензијских фондова би могао имати сличне позитивне ефекте на развој привреде и финансијског система у земљама у транзицији као и потенцијални развој инвестиционих фондова и институционалног инвестирања уопште.Ипак,пред перспективним развојем пензијских фондова могле би се поставити извесне претпоставке.Пре свега,за реформу постојећег пензијског система потребан је политички консензус државе,послодаваца и запослених.Уколико би се до такве одлуке и стигло,поставља се питање како наставити са текућим исплатама пензија постојећој популацији пензионера.Овај проблем је могуће решити на неколико комплементарних начина.Пре свега,изменама у оквиру јавног пензијског система (продужења стажа осигурања,смањење пензијског основа,итд.) потребно је саобразити пензијска давања са реалним економским могућностима сваке земље.Друго решење се односи на могуће смањење оних компоненти јавних расхода који се сматрају неразвојним,као и ефикасније спровођење фискалне политике кроз ефикаснију наплату пореза.Коначно,треба размотрити

могућност трансфера једног броја државних предузећа пензијским фондовима,чијом би се продајом заинтересованим субјектима могла обезбедити средства за премошћавање јаза.Овај процес је у појединим земљама у транзицији већ у току.

10.1 ПРОБЛЕМ РАЗВОЈА

Перспективни развој нових типова финансијских посредника,пре свега пензионих и инвестиционих фондова ће зависити од специфичних прилика у земљи,конкретно од опште спремности у друштву као и од климе економске и финансијске стабилности.Са аспекта СЦГ,ситуација је нешто специфичнија,а односи се на постојање низа фактора који представљају реалну препреку формирању поменутих финансијских институција у овом тренутку.Неки од тих лимитирајућих фактора,који осликавају стање су следећи:

-Недовољно артикулисана политичка воља да се у решавању озбиљних проблема приступи на један конзистентан и економски целисходан начин.Питање представља реформа постојећег пензионог система,што је неопходан услов не само да би се на дугорочној основи обезбедила одговарајућа пензијска сигурност садашњој и будућој генерацији,већ да би се створили услови за инвестирање у развојне приоритете друштва и обезбедио економски раст у дужем периоду.Потребно је предузети мере да се дугогодишња тезаурисана штедња појединих слојева становништва каналише у реалне економске и финансијске токове у земљи.

-Свеже успомене на негативне ефекте инфлаторних кретања у претходним годинама а пре свега на катастрофалне последице хиперинфлаторног циклуса.

-Изражено неповерење грађана у пословање банака као и неповерење у функционисање правне државе (судске и извршне власти),што је поткрепљено искуствима везаним за нереализована права из дужничко-поверилачких односа у привреди,а што може представљати преовлађујућимомонат са аспекта несигурности инвеститора у иницијалној фази развоја фондова.

-Високи проценат предузећа (привреде) још увек је у власништву државе,што са аспекта утицаја на спорији развој финансијског тржишта (пре свега тржишта хартија од вредности) представља значајну препреку потенцијалном развоју институционалног инвестирања у нашој земљи.

-Високо учешће пензионе популације (која је покривена постојећим јавним пензијским осигурањем) наспрам популације запослених,што је последица како повољно уведених услова за стицање права на превремену или пуну старосну пензију у дужем временском периоду тако и дугорочне економске кризе у нашој земљи,а што објективно сужава могућност за имплементацију института приватног пензијског осигурања.

10.2 ПРЕДНОСТИ И НЕДОСТАЦИ ПРИВАТНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Услови за реформу пензијског система у земљама у транзицији,за разлику од развијених тржишних привреда,су далеко лошији,са обзиром да се ради о земљама које имају релативно неразвијена финансијска тржишта и институције.Тржишта хартија од вредности у земљама у транзицији су неразвијена,промет на тим тржиштима није велики,мало је финансијских инструмената, стандардна регулатива често не постоји,неадекватан је приступ информацијама и заједно са државним дотацијама и финансијском нестабилношћу отежава процену вредности хартија од вредности и компанија.У земљама у транзицији чак и основни правни системи који штите право својине и осигуравају права приликом банкрота често недостају.Малверзације могу бити честе а чак и када то није случај административни трошкови које наплаћују финансијски посредници су често високи.Против тога,уколико има мало компанија које издају хартије од вредности,мала је могућност диверсификације.Инфлација је често висока и непредвидива,што чини да финансијска актива буде обезбеђена.Цене акција и обавезница су нестабилне и осетљиве на куповине и продаје од стране иностраних инвеститора као и на инсајдерске манипулације. Делимично као последица свега овог,култура штедње обично и не постоји код инвеститора је често присутно јер размишљају на кратак рок.У таквим условима,стандардне оцене које се односе на пензијске реформе треба да буду модификоване.На крају ће бити изнете неке опште

примедбе које се тичу предуслова за успешну пензијску реформу земљама у транзицији.

11. ЧИТАЊЕ ИЗВЕШТАЈА ЗА ДУГОРОЧНЕ ДРЖАВНЕ ОБВЕЗНИЦЕ

Значење колона је следеће:

1) **Rate**-стопа-мисли се на номиналну каматну стопу. У нашем примеру она износи 11,625% годишње. На уобичајену деноминацију од 1000\$ то би износило 116,25\$ камате годишње. У случају да се плаћа 2 путо, инвеститор би сваких шест месеци добијао износ од 58,125\$.

2) **Maturity**-Month-Year-доспеће-месец-година-односи се на дутум доспећа обвезнице. У нашем примеру реч је о обвезници која доспевао новембра месеца 2002 године.

3) **Bid**-куповна цена-која је дата у процентима од номиналне вредности. За државне обвезнице-note и bond-ове у САД постоји једна специфичност. Први део цене означава проценте-у нашем примеру 101%, а други разломак у 32 деловима цене. То значи цена 101:21-значи $101\% + 21/32$ дела цене, што је 101,6562% од деноминације, или за номиналу од 1000\$-текућа тржишна цена износи 1016,56\$.

4) **Ask**-продајна цена-одређује се по истом принципу. У нашем примеру износи 101:22, то јест $101\% + 22/32 = 101,6875\%$ или у доларском износи 1016,87. Разлика између куповне и продајне цене представља котациони распон. Треба имати на уму да се понекад може наћи и објашњење по коме се каже да цена за државне обвезнице одражава 10\$ вредности. То би значило да цена 101:22 означава цену од $101 + 22/32 = 101,6875 \times 10\$ = 1016,875$, што у ствари представља исто.

5) **Change**-промена-односи се на нето промену у односу на претходни дан. Из извештаја можемо видети да је промена износила -1. Промена

је такође дата у 32 деловима процента, што значи да је цена пала за 1/32 дела процента, или 0,03125%, односно за 0,31\$.

б) **Ask Yield**-принос до доспећа-релативни показатељ исплативости инвестирања који показује који је реалан принос инвеститора уколико обвезницу купи по текућој тржишној цени и задржи је до рока доспећа. У нашем примеру то износи 1,59%.

12. РИЗИЦИ И ОСИГУРАЊЕ

Свака економска активност носи са собом одређене ризике. Код пензијског осигурања то су индивидуални ризик, ризик послодавца, инвестициони ризик, ризик везан за дату земљу (инфлација и слично) и интернационални ризик. Државно (јавно) пензијско осигурање носи (наоко) најмање ризике. Иза таквог осигурања стоји држава са својом способношћу опорезивања, солидарности и редистрибуције. Самостални фондови носе, низглед, знатно више ризика од јавног због евентуалног непостојања гаранција од стране државе и због могућности пропасти фонда. Међутим, није баш све тако што изгледа. Ти фондови би били фундирани, тј. постојала би обавеза да имају довољно акумулираног капитала како би били у стању да исфинансирају све своје обавезе према пензионерима. А затим, постоје многе технике смањења ризика и осигурања од ризика.

Најмањи ризик носе штедни фондови који су у власништву осигураника. У том случају осигураници су изузетно заинтересовани за приносе и будућност фонда. Иако они не морају да имају врхунске способности за управљање фондом, може се претпоставити да су довољно способни и заинтересовани да повере управљање квалификованим особама. Могуће је чак дозволити самим осигураницима право избора како ће се инвестирати средства са њиховог рачуна. Тако у САД запослени задржавају право контроле над инвестирањем и у преко 50% случајева код шема по методу прописаног доприноса инвестирају у неки од узајамних фондова.

Пензијско осигурање је посао са изузетно дугим роком трајања (40 година плаћања доприноса и 20 година примања пензије). У таквом послу неизвесност је нормално присутна тако да је држава обично присиљена да пружи гаранције осигураницима. Два су метода могућа: прво, гаранција осигураницима да ће има држава обезбедити пензију уколико то не учини самостални фонд; и друго, то је гаранција да ће држава обезбедити солвентност фонда, односно

његову способност да испуни своје уговорне обавезе према осигуранику. Важан елемент сигурности пензија и претходница система гаранција мора бити модеран и ефикасан надзорни систем за приватне пензијске фондове.

Политички привлачан систем осигурања јесте прописивање обавезе државе да гарантује минималну пензију из општих буџетских средстава свима који имају довољно година осигурања. Наиме држава би у случају евентуалне пропасти приватног пензијског фонда обезбедила осигуранику ту минималну пензију. Алтернативан метод јесте организација (у режији државе или приватно) осигурања пензијских фондова по познатом систему осигурања депозита. Пензијски фондови би уплаћивали један проценат својих прихода државној или приватној осигуравајућој организацији, а ова би им прискакала у помоћ када дођу у тешкоће.

Остаје питање у којој мери би требало покрити губитак осигураника приликом пропасти пензијског фонда - 100% или мање. Сигурно да то мора бити мање од 100%, јер би потпуна накнада губитака кроз гаранције подстакла морални хазард, односно, учинила би пензијске осигуранике и управе пензијских фондова и брокере који инвестирају у име пензијских фондова незаинтересованим за резултате функционисања фонда. Постоје две реалне опције: прво, да приликом пропасти фонда сви осигураници добију једнак износ средстава која ће бити трансферисана у неки други фонд; и друго, да сви осигураници добију једнак проценат од стања на њиховом индивидуалном рачуну приликом пропасти фонда.

Следећа варијанта бриге о солвентности пензијских фондова јесте чилеански систем. Ту држава прописује стандарде обавезне инвестиционе добити фондова и реагује уколико они нису задовољени. Пензијски фондови су обавезни да сваког месеца обрачунавају стопу добити за последњих дванаест месеци. Ако је стопа добити нижа за 2 процентна поена или за једну половину од просека стопе добити свих пензијских фондова тада је дати пензијски фонд дужан да мањак добити покрије из сопствених резерви. Уколико то није довољно, менаџерска кућа која води фонд дужна је да пренесе потребна средства у власништво пензијског фонда. У случају да и то није довољно, менаџерска кућа банкротира, а држава покрива недостајућа средства.

Ризик од инфлације може се елиминисати куповином акција, страних хартија од вредности, индексираних обвезница и некретнина. један од лекова против ризика угрожавања пензијског

фонда јесте тачно приказивање и јавно објављивање финансијске позиције фонда.

За отклањање тешкоћа у које је запао један фонд крајње је важно да се погоршање позиције установи на време и да се са лечењем почне што раније. За тако нешто потребно је тачно и јавно обзнањивање података. Три су чиниоца овде од значаја:

- (1) рачуноводствена правила која морају бити заснована на тржишном методу тзв. нето вредности имовине, а не на класичним рачуноводственим техникама;
- (2) обавезе коришћења независне ревизије рачуноводствених исказа начињених у администрацији фонда;
- (3) обавезе редовног (месечног или кварталног) јавног објављивања релативних података како би заинтересовани имали потребне информације о пословању фонда.

12.1 КАРАКТЕРИСТИКЕ ПОЈЕДИНИХ РАНГОВА ОБВЕЗНИЦА

ранг по Moody`s	ранг по S&P	ранг по Fitch
Ааа	ААА	ААА

Ове ознаке се односе на највиши ранг емитованих инструмената дуга. Способност емитената да изврши обавезе у погледу плаћања камата и главнице се процењује као врло високе. Ове обвезнице имају врло мали ризик од неизвршавања обавеза.

Аа	АА	АА
----	----	----

Карактеристике инструмената који имају овај ранг је висока способност отплате камата и главнице. Они имају високе оцене по скоро свим стандардима. Разлика у односу на највиши ранг се састоји само у детаљима. Наиме, инструменте овог ранга не краси тако висок ниво заштите, или постоје извесна колебања у одређеним елементима заштите, што утиче да имају за нијансу више стопе ризика

А	А	А
---	---	---

Инструменти ранга А имају велику способност плаћања камате и главнице. Међутим, могу постојати одређене сумње, повезане пре свега са променама околности и економских услова, што и овим инструментима даје већи ризик од обвезница највишег ранга.

Ваа	ВВВ	ВВВ
Инструменти овога ранга имају задовољавајући ниво способности отплате камата и главница. Реч је о инструментима средњег ранга, који у нормалним околностима нуде сасвим довољан ниво заштите инвеститорима. Међутим, у случају наступања неповољних промена економских фактора и нежељених околности, способност емитента да уредно извршава преузете обавезе се значајно смањује, о чему инвеститори посебно морају да воде рачуна.		

Ва	ВВ	ВВ
Инструменти са овим рангом већ имају шпекулативни карактер. Њихова будућност је прилично неизвесна. Он указује на постојање најнижег нивоа шпекулације, то јест он сигнализира постојање одређеног степена ризика од неизвршења обавеза.		

В	В	В
Обвезнице класе В сигнализирају инвеститорима постојање већег нивоа ризика. Инвестирање у њих би већ требало избегавати. Заштите да ће обавезе по основу камата и главнице бити исплаћене су врло слабе.		

Саа	ССС	ССС
Са	СС	СС
С	С	С
Ови рангови емитованих инструмената представљају сигнал изузетно високог ризика и неизвесности у погледу будућих плаћања. За инвеститоре постоји велика опасност да потраживања по основу камата и главница никада неће наплатити. Наравно, ниво ризика расте са смањивањем ранга, па су обвезнице класе С најгоре.		

D	D	D
D представља прво слово енглеске речи default, што асоцира на неизвршење обавезе. Другим речима, плаћање камата и главница по овим инструментима дуга може бити права реткост. Реч је о инструментима дуга које свакако треба избегавати.		

13. ЗАКЉУЧАК

Као формално допунски, али суштински подједнако важан (у дугом року вероватно најважнији) тип пензијског осигурања се предлаже обавезна индивидуализована штедња, код које сакупљена средства остају у приватном власништву осигураника. Међутим коришћење тих средстава није слободно већ је ограничено државном регулативом. Та се средства држе код приватних пензијских фондова, који их инвестирају (и тако увећавају) полазећи од начела максималног профита и минималног ризика. Држава фаворизује овај вид штедње повољним пореским третманом.

Централна идеја која стоји иза овог пензијског модела је једноставна:

појединци брину о сопственом новцу; они су спремни да више и боље раде када им то доноси корист; инвестирање новца у приватном аранжману је ефикасније, него у државном; и оно што је најважније – капитализован пензијски систем знатно мање кошта него PAYG систем за исти ниво пензије. Новозапослени осигураници имаће знатно више пензије по реформисаном, капиталском пензијском систему, него по постојећем, PAYG систему, а уз мања издвајања за пензијске доприносе.

Финансијски системи развијенијих земаља у новијем периоду обogaћени су појавом и развојем нових типова финансијских посредника, од којих се посебно значај придаје инвестиционим и децентрализованим (приватним) пензијским фондовима. Развој ових институција је имао значајне позитивне импликације на развој привреде и финансијског система у поменутиим земљама, а као најважније могу се истаћи следеће:

- пораст нивоа институционалне штедње и њена активизација у правцу инвестирања у профитабилне пројекте у привреди, пре свега у пројекте млађих и иновативнијих предузећа која се сматрају основним носиоцем развоја у свакој економији;
- пораст броја алтернатива за прибављање извора финансијских средстава од стране предузећа, пре свега

посредством финансијског тржишта где се као водећи инвеститори појављују инвестициони и пензијски фондови, као и пораст броја алтернатива за профитаносан пласман штедне становништва;

- обогаћивање институционалне структуре финансијског система и јачање конкуренције међу финансијским институцијама, што је водило повећању ефикасности процеса финансијског посредовања;
- интензиван развој финансијских иновација праћен појавама дерегулације у пословању традиционалних финансијских посредника, секјуритизације и глобализације, што је водило повећању броја мобилизационих и инвестиционих могућности за предузећа и домаћинства као и развоју и повећању ефикасности процеса финансијске интермедијације у ширим размерама;
- продубљивање и развој тржишта капитала и поготово тржишта корпоративних акција и обвезница, као и поспешивање развоја нових типова финансијског тржишта попут тржишта комерцијалних папира и хипотекарног тржишта;
- повећање степена покрића запослених уговорним пензијским осигурањем и повећањем њихове будуће пензијске сигурности;

14. ЛИТЕРАТУРА

КЊИГЕ:

1. Мр Бурић Звонко, “Институционални инвеститори на финансијском тржишту”, Штампa Нови Дом, Београд, 1998.
2. Др Ерић Дејан, “Финансијска тржишта и инструменти”, Чигоја Штампa, Београд, 2003.
3. Мр Јоцић И., “Савремени тржишни концепти финансирања пензијских фондова”, магистарски рад, Београд, 1998.
4. Др Јелена Кочовић, Др Хасан Ханић, “Приватизација и перспективе осигурања у земљама у транзицији”, Интерграф ММ, Београд, 2003
5. Др Крстић Ж Борко, “Банкарство”, Просвета, Ниш, 1996
6. Everett Allen, Joseph Melone, Jerry Rosenbloom, Jack Vanderhei, “Pension Planning”, McGraw-Hill Companies, USA, 1997.

ЧАСОПИСИ:

1. “Економска политика стабилизације”, број 6, Београд, 1997.
2. “Економист”, Београд, 2003.
3. “Финансије”, број 1-2, год 55, Београд, 2000.
4. “The American Economic Review”, vol.80, 1992

ИНТЕРНЕТ:

1. www.bloomberg.com
2. www.dunav-tbi.com
3. www.ekonomist.co.yu
4. www.pensionfunds.com
5. www.ft.com

ФИНАНСИЈСКИ ПОСРЕДНИЦИ У ТРЖИШНОЈ ПРИВРЕДИ

Мора се посебно указати на велики значај финансијског тржишта и његових институција за нормално функционисање привредног механизма и свих друштвених делатности једне земље. То стога што је реформа пензијског система могућа само у једном правцу, а то је стварање нових финансијских институција (финансијских посредника или институционалних инвеститора) – које на себи треба да преузму део терета финансирања ових расхода. Пут у том правцу реформе има много опција (могућности комбиновања елемената старог и новог система), али стварна реформа неће бити могућа ако се не буде поступно ишло у правцу развоја тзв. капиталних пензијских фондова.

ПЕНЗИЈСКИ ФОНДОВИ КАО ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ

Капитални пензиони фондови су једна од битних институција развијених финансијских тржишта и чине специфичну групу финансијских посредника или институционалних инвеститора. То су без изузетака снажне финансијске институције, а у многим земљама ти фондови су финансијски најмоћније институције на тржишту капитала. Финансијски посредници су институције које на финансијском тржишту посредују између оних привредних субјеката који имају финансијске вишкове (штедњу) и оних субјеката којима је потребан капитал ради инвестирања. У савременим тржишним привредама највеће финансијске вишкове има сектор становништва, а затим сектор државе и непривредних делатности. Са друге стране, сектор предузећа (привреда) перманентно има веће потребе за капиталом од властите финансијске штедње. Финансијски посредници прикупљају финансијске вишкове у секторима где се они јављају и пласирају их тамо где постоји потреба за капиталом (а то је у највећем броју случајева сектор предузећа). Ако у некој земљи не постоји развијено финансијско тржиште (са разгранатом структуром финансијских посредника), онда ће последице тога бити двоструко негативне. У таквој привреди ће се формирати нижи обим финансијске штедње од оптимално могућег. Такође, велики део формиране финансијске штедње остаје у мањој или већој мери неактивирано. У таквим условима привреда остаје трајно суочена са недостатком капитала. Штедише не располажу са атрактивним могућностима да свој капитал инвестирају профитабилно и уз низак

ризик.Инвестирајући туђи капитал финансијски посредници остварују сопствени доходак и профит.Својим клијентима омогућавају да сопствену штедњу пласирају уз већу добит и мањи ризик него што би то сами били у стању да остваре на финансијском тржишту.Финансијски посредници су способни то да учине не само због тога што су стручно оспособљени за инвестирање и управљање капиталом,већ и због тога што располажу великом сумом капитала и могу истовремено да га инвестирају у већи број предузећа.Располажући са већим износима новчаних средстава, финансијски посредници могу да диверсификују свој портфолио. Као мале штедише,то не могу да чине појединачни привредни субјекти.У литератури не постоји нека стандардна класификација финансијских посредника,нити је било неких формалних покушаја да се она сачини.У специфичним условима појединих земаља развијале су се и специфичне институције како би се одговорило потребама привреде и захтевима што ефикаснијег одвијања привредног живота.Ипак могуће је све финансијске посреднике поделити на:

- Банке и друге депозитне институције
- Осигуравајућа друштва
- Пензиони фондови са капиталним покрићем
- Инвестиционе институције (компаније)

За разлику од других типова финансијских посредника (пре свега банака,штедно-кредитних асоцијација,а донекле и инвестиционих фондова),пензијски фондови имају ограничену потрбу за ликвидношћу.Новчани токови ових институција (cash flows) могу се предвидети са знатном прецизношћу.Пензијски фонд је у могућности да релативно прецизно предвиди будуће приливе по основу доприноса.Такође,овај фонд је у могућности да предвиди и будуће пдливе по основу примања која су фиксирана уговором.То омогућава пензијским фондовима да инвестирају на дугорочној основи,концентришући своје инвестиције углавном на тржишту капитала.Јавни пензијски фондови који се не финансирају у потпуности на pay-as-you-go принципу,своју активу компонију претежно од обвезница државе и бонитетнијих корпорација,а знатно мање од акција предузећа.Овакав распоред активе јавних пензијских фондова условљен је регулативом појединих земаља.

ИНВЕСТИЦИОНА ПОЛИТИКА ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Инвестициона политика приватних пензијских фондова омеђена је строго постављеним захтевима у погледу диверсификације

пласмана, односно редукција ризика. Постоји низ ограничења за приватне пензијске фондове у погледу инвестирања у високоризичне хартије од вредности. У периоду своје “младости” приватни пензијски фондови у развијенијим земљама тржишне економије спроводили су релативно конзервативну и инвестициону политику. Конзерватизам се огледао у избору инвестиционих алтернатива. Типичан портфолио пензијског фонда састајао се из два сегмента: (1) акција углавном старих и стабилних компанија (који је био мањи) и (2) обвезница истих таквих компанија и државних обвезница. Таква инвестициона политика имала је за последицу да је принос који је оствариван по основу инвестирања само у хартије од вредности старих и стабилних компанија био реално нижи него да се паралелно инвестирало и у вредносне папире млађих, иновативнијих компанија које су (уз нешто веће пропратне ризике) обезбеђивале и реално више приносе. Истовремено, оваква инвестициона политика имала је и значајне импликације на локацију финансијских ресурса у привреди. Наиме, растући капитал пензијских фондова био је знатно мање доступан новијим и иновативнијим компанијама. А показало се да су те компаније представљале основне носиоце привредног развоја у развијеним тржишним економијама.

током 80-их и 90-их година уочавају се поступно промене у инвестиционој политици приватних пензијских фондова. Промене се односе на већу заступљеност акција у портфолијима пензијских фондова (по правилу између $\frac{1}{2}$ и $\frac{3}{4}$ активе фонда), као и шире укључивање акција млађих проплузивних фирми (које обећавају и веће приносе). Офанзивнији приступ инвестирању на тржишту капитала резултат је растућих притисака оснивача пензијских фондова да се реализују више стопе приноса, односно, бар једнаке онима које су реализовали други инвеститори на тржишту капитала (пре свега инвестициони фондови). Развој тржишта капитала није потврдио тезу да постоје супериорне групе инвеститора, односно инвеститора који имају повољни приступ информацијама на тржишту капитала и способност да такве информације искористе боље од других. Високи приноси које су поједини инвеститори реализовали на тржишту капитала (и то углавном у краћем периоду) по правилу су били праћени високим губицима других. Веза између виших очекиваних приноса и виших ризика карактеристична је и за инвестирање пензијских фондова. Да би се то спречило надлежне државне институције су поштриле контролу пословања пензијских фондова. За то су заинтересовани и сами запослени, будући да је у питању њихова будућа пензијска сигурност. Од пензијских фондова се тражи да примењују одговарајућу диверсификацију пласмана од стране пензијских фондова као и на елиминисање високо ризичних

хартија од вредности и њихових портфеља. Диверсификација пласмана подразумева инвестирање у хартије у вредности већег броја емитената. Такође, од пензијских фондова се захтева да не инвестирају у хартије од вредности предузећа са слабијим перформансама иако таква предузећа најчешће обећавају високе приносе. Реч је о предузећима која су остварила знатне губитке у прошлости, односно чије су акције имале веће осцилације у погледу своје тржишне вредности.

Однос између појединих сегмената активе варира од фонда до фонда, али у основи пензијски фондови спадају у опрезне инвеститоре на тржишту капитала. То је у складу са њиховим прокламованим обавезама које се односе на обезбеђење сигурности будућих пензијских исплата њиховим осигураницима. Не изненађује, отуда, чињеница да је велики број предузећа у развијеним земљама тржишне привреде препустио управљање својим пензијским активама осигуравајућим компанијама, које по правилу осигуравају активе фондова којима управљају. Осигуравајуће компаније спадају у групу најконзервативнијих инвеститора на финансијском тржишту (великим делом и због тога што су на то приморани законском регулативом у појединим земљама).

ФИНАНСИРАЊЕ ПЕНЗИЈСКОГ И ИНВАЛИДСКОГ ОСИГУРАЊА

Финансирање пензијско и инвалидског осигурања је једно од централних питања за анализу и проверу издржљивости постојећег система овог сегмента социјалног осигурања. Намене, стабилност и сигурност система ПИО зависи од материјалне основе, инструмената финансирања и усаглашености улагања и давања из овог осигурања. Постојећи систем ПИО функционише на принципу који је у светској стручној и научној литератури познат као “покретни прећутни међугенерациски споразум.” На основу тог принципа текућа генерација пензионера прима пензије из средстава која издваја текућа радна генерација. Због карактера тог исплатног система веома је тешко успоставити економску рачуницу дуговања и потраживања између поверилаца и дужника. Економско-финансијске и демографске карактеристике нашег система пензијског и инвалидског осигурања у последњих десетак година имају обележја зреле фазе система текућег финансирања. Та околност намеће потребу како интервенције у самом систему да би се тај систем очувао, тако и предузимање мера на стварању услова за могући прелазак на приватизоване пензијске фондове. Почев од 1987 године заједница, односно фонд пензијског и инвалидског осигурања запослених Србије налази се у стању финансијске неликвидности.

Фонд није у могућности да из сопствених средстава редовно и благовремено исплаћује пензијска примања, чиме је функционисање система озбиљно доведено у питање. Покривеност укупних расхода укупно оствареним приходима континуирано опада и креће се од 94,1% у 1987 години до 78% у 1991 години. У погледу демографски компоненти осигурања потребно је истаћи да је дошло до померања у правцу продужења животног века и пораста учешћа запослених са дужим пензијским стажом.

Прва фаза санације мора поћи од постојећег стања у систему ПИО. Њен циљ је отварање процеса за елиминисање дефицита и оспособљавање система ПИО да се финансира из сопствених прихода, углавном на бази постојећих фискалних инструмената. Такође, ова фаза требало би да обухвати и одпочињање постепеног и временски димензионираног процеса заостајања пораста реалних пензија за пораст реалних плата. Припрема и реализација прве фазе морала би се обавити у периоду не дужем од две године и то на основу једнократних акција. Такво решење значило би да пензионерска популација треба да сноси највећи део трошкова на само иницијалног санирања стања у ПИО, него и почетних корака у стабилизацији стања у привреди и јавној потрошњи. Циљ друге фазе био би поступно смањење учешћа расхода ПИО у друштвеном производу, односно смањивање доприноса и пореза из којих се ови расходи финансирају. У току друге фазе, која би трајала 4-5 година, наставили би се процеси започети у првој фази, тако што би се ти процеси профилисали и временски димензионирали у зависности од општих трендова привредног развоја. Уз услов да се будући привредни развој земље одвија у складу са очекивањима (што значи успешну) било би могуће у периоду од 5-6 година санирати стање у постојећем систему ПИО и створити услове за увођење другог слоја пензијско-инвалидског осигурања (капитални пензионерски фондови у коме би сваки осигураник имао свој штедно-пензиони план).

ПРЕДНОСТИ И НЕДОСТАЦИ ПРИВАТНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Услови за реформу пензијског система у земљама у транзицији, за разлику од развијених тржишних привреда, су далеко лошији, са обзиром да се ради о земљама које имају релативно неразвијена финансијска тржишта и институције. Тржишта хартија од вредности у земљама у транзицији су неразвијена, промет на тим тржиштима није велики, мало је финансијских инструмената, стандардна регулатива често не постоји, неадекватан је приступ информацијама и заједно са државним дотацијама и финансијском нестабилношћу

отежава процену вредности хартија од вредности и компанија. У земљама у транзицији чак и основни правни системи који штите право својине и осигуравају права приликом банкрота често недостају. Малверзације могу бити честе а чак и када то није случај административни трошкови које наплаћују финансијски посредници су често високи. Против тога, уколико има мало компанија које издају хартије од вредности, мала је могућност диверсификације. Инфлација је често висока и непредвидива, што чини да финансијска актива буде обезбеђена. Цене акција и обавезница су нестабилне и осетљиве на куповине и продаје од стране иностраних инвеститора као и на инсајдерске манипулације. Делимично као последица свега овог, култура штедње обично и не постоји код инвеститора је често присутно јер размишљају на кратак рок. У таквим условима, стандардне оцене које се односе на пензијске реформе треба да буду модификоване. На крају ће бити изнете неке опште примедбе које се тичу предуслова за успешну пензијску реформу земљама у транзицији.

АКТИВНОСТИ ПЕНЗИОНИХ ФОНДОВА НА ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА

Пензиони фондови се појављују као учесници на финансијском тржишту само уколико заиста постоји фонд са расположивим финансијским средствима за инвестирање. Наиме треба напоменути да могу постојати пензионе шеме у којима не постоји фонд. Такви системи, без фондова, су познати под називом –*pay as you go*– што у ствари значи да пензиони фонд представља само канал кроз који се средства прикупљена од текућих уплата одмах исплаћују корисницима у облику пензије. Све што уђе у фонд аутоматски бива исплаћено у виду пензија. Ово је најпримитивнији облик пензионе заштите у таквим условима пензиони фонд се не појављује на финансијском тржишту. Овакве шеме постоје чак и у развијеним земљама. Међутим, како поједини аутори истичу, овакав тип пензионих фондова представља својеврсну “демографску временску бомбу” пошто све више људи треба да иде у пензију. Посебну опасност представља чињеница да ће пензије државним службеницима морати да се исплаћују из будућих пореза, што може додатно оптеретити пореске обвезнике.

Други систем пензионих шема су оне где постоји фонд у који се уплаћују доприноси, који инвестира вишкове на финансијском тржиштима и регуларно исплаћује пензије корисницима. У таквим случајевима више средстава улази у фонд него што из њега бива исплаћено, па тиме долази до повећања укупне финансијске снаге

фонда. Пензиони фондови могу да се јаве у улози инвеститора на разним сегментима финансијских тржишта. Најчешће улажу у хартије од вредности са малим ризиком (државне хартије, обвезнице локалних органа власти тзв. муниципалне обвезнице, високо квалитетне обвезнице фирми које су инвестиционо рангиране, итд). Такође, они се појављују и као инвеститори у акције. У последњих петнаестак година присутна је тенденција да кроз такозване ESOP-е (Employee Stock Ownership Plan) улажу у акције предузећа у којима су учесници плана, тј. запослени радили. Почетком 90-их година пензиони фондови у САД су преко 80% својих инвестиција усмеравали у обвезнице и акције. У Великој Британији чак више од 50% су улагали у хартије од вредности британских компанија. Пензиони фондови могу инвестирати и на међународном финансијском тржишту, у иностране хартије од вредности, наравно уз услов да то законски прописи то не забрањују. Инвестирање у ино хартије је на пример дозвољено у америчкој савезној држави Оклахоми. Слична ситуација је и у Великој Британији, где чак скоро 20% инвестиција је усмерено у ино финансијске инструменте. У случају да пензиони планови подразумевају постојање фонда тада је кључна улога портфолио менаџера који треба да пронађу начин да најефикасније управљају слободним средствима фонда. Управљање активом може да се регулише на један од следећа три начина:

1) Спонзор плана овлашћује људе унутар своје куће да управљају средствима фонда-рећи случај у пракси, примењује се само онда када је спонзор финансијска институција која располаже стручним и квалификованим кадровима.

2) Спонзор ангажује професионалне портфолио менаџер-у том смислу најчешће се могу ангажовати стручњаци из осигуравајућих компанија, банака или понекад инвестиционих компанија.

3) Комбинацијом претходна два метода.

Ангажовање пензионих фондова на финансијском тржишту могуће је видети на графику*****. Пензиони фонд се најчешће обраћа осигуравајућим компанијама или инвестиционим банкама, које преко брокерских кућа инвестирају на различитим сегментима финансијских тржишта. Највећи обим инвестиција пензионих фондова је у акције, затим обвезнице (како предузећа, тако и државне), онда следе сви остали финансијски инструменти. У групи осталих инструмената доминирају хипотекарне хартије, акције инвестиционих фондова, краткорочни финансијски инструменти тржишта новца, итд.

Пензиони фондови као инвеститори на финансијским тржиштима немају велику потребу за ликвидношћу. Они имају редован прилив финансијских средстава од запослених или спонзора

на основу уговора о пензијском осигурању. Са друге стране, могуће је врло прецизно одредити одливе за потребе исплате текућих пензија. На тај начин се релативно лако могу предвидети разлике између прилива и одлива. Уколико је та разлика позитивна, портфолио менаџери средства могу слободно да пласирају на финансијском тржишту. Врло често спонзор може да ангажује додатне консултанте из области портфолио менаџмента, који у сарадњи са менаџерима осигуравајућих компанија или банака развијају одговарајуће стратегије и планове инвестиција и диверсификације пласмана. Такође они могу: пружати савете у погледу текућих инвестиција, услуге у поређењу са другима, помоћ у мерењу и контроли резултата и низ других услуга. При томе, треба имати у виду да се структура пласмана пензионих фондова може мењати током времена, што зависи од збивања на многим сегментима финансијских тржишта. На пример скандал са Америчком компанијом Enron, где су средства пензионог фонда улагана у акције компаније, значајно је пољуљала поверење у инвестирање у акције. То је са своје стране довело до раста интереса за инвестирање у државне обвезнице и друге мање ризичне финансијске инструменте.

У погледу законске регулативе пословања пензионих фондова постоје извесне разлике између земаља. У САД је пре 1974 године у многим случајевима важила пракса “*pay as you go*”, по којој је издвајање у пензије вршено из текућих прихода, односно фондови готово да нису ни постојали. На тај начин су пензиони фондови имали само дистрибутивну улогу, док запосленима нико није гарантовао сигурност пензија. Од тада расте значај пензионих фондова, захваљујући чињеници да је Конгрес усвоји закон, познат под популарном скраћеницом ERISA. Њиме су дефинисани минимални доприноси које спонзори планова морају константно уплаћивати. Овим законом је повећана одговорност у раду фондова, прецизно дефинисане обавезе запослених, решено питање осигурања, дефинисане пореске олакшице за улагање у пензионе фондове и низ других отворених питања. Све то је довело до још снажнијег развоја пензионих фондова, повећања њихове финансијске моћи и улоге на финансијским тржиштима, са једне стране, и јачања поверења и сигурности исплата пензија запосленима са друге стране.

У Великој Британији, основну карактеристику пензионих фондова представља велики проценат инвестирања у акције. У многим случајевима премети инвестирања су акције ино, посебно америчких компанија. Већина тих трансакција се обавља на Лондонској берзи. Са обзиром да инвестиције у инструменте акцијског капитала карактерише висок ниво ризика, пензиони

фондови у Великој Британији су у већем обиму користили инструменте хедџинга, пре свега фјучерсе и опције. То представља један од најважнијих разлога којим се може објаснити снажан развој тржишта финансијских деривата у Лондону. Иначе, и у Великој Британији улагање и пословање пензионих фондова је повезано са низом пореских олакшица.

Пословања пензионих фондова у Немачкој и Јапану има извесне специфичности у односу на САД и Велику Британију. У Немачкој је основна специфичност да послодавци могу задржати и управљати средствима која су издвојили за пензије запослених. Међутим, како се не би вршиле злоупотребе, формирана је посебна национална агенција која гарантује сигурност исплате пензија. У Јапану постоји неколико разлика у односу на друге земље. Оне се састоје у следећем:

1) Изузетно велика законска регулатива пословања пензионих фондова - ту се посебно поштују прописи Министарства финансија. Пример ради по јапанским законским прописима, само осигуравајуће компаније и инвестициони фондови могу управљати средствима пензионих фондова.

2) Велику улогу у спонзорисању фондова и избору пензионих менаџера имају велике фирме или индустријске групе. Сигурност је један од основних принципа који се захтева у пословању пензијских фондова.

3) Постоји велика концентрација средстава код пензијских фондова.

Пензиони фондови као и институционални инвеститори у различите финансијске инструменте у Србији и Црној Гори немају ни приближно онај значај какав имају у развијеним земљама. Један од најважнијих разлога лежи у недограђености финансијског система - неразвијености многих инструмената и сегмената тржишта. Уз све то, треба додати и низак ниво друштвеног производа и буџетске проблеме. Међутим ствари се лагано мењају. У Србији се кроз приватизацију стварају услови за брже прикупљање средстава која би се сливала у пензиони фонд. Поред тога, у току 2002 године већ је формиран и први пензиони фонд. Државне пензије се све редовније исплаћују, треба очекивати да ће паралелно са завршетком токова приватизације, транзиције и комплетирањем свих елемената финансијског система пензиони фондови да на домаћем финансијском тржишту постати значајни инвеститори.

ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ ОСНОВЕ СИСТЕМА

Реформа би требало да заснује нови пензијски систем у нас на два врста институција: на јавном, државном фонду и

децентрализованим, самосталним пензијским фондовима. Опредељење за пензијски систем са два одвојена сегмента почива на уверењу да се поједини типови фондова боље слажу са основним циљевима пензијског осигурања него други типови. Тако јавно (државном) осигурање боље осигурава редистрибутивну функцију пензијског осигурања него самостално, допунско осигурање, јер је засновано на обавезности, широком обухвату и пореској суверености државе. Приватно (допунско) осигурање врло је погодно за штедну функцију пензијског осигурања. Искуство показује да постоји извесна неизвесност у односу на ефикасност и поузданост појединих облика пензијског осигурања у дугом року. За осигураника је повољније да се ослања на два стуба, него на један који може да подбаци. Другим речима, и овде важи начело да диверсификација смањује ризик. Модеран пензијски систем требало би да се састоји из три сегмента. Један од њих представљао би јавни фонд а преостала два самосталне фондове (од којих би један био обавезан а други добровољан).

Пензије из државног фонда требало би да се финансирају из три извора:

-Из доприноса на зараде. Део доприноса који сада плаћа послодавац остао би приход јавног пензијског фонда а део који се сада плаћа из зарада осигураника служио би за финансирање обавезног допунског осигурања (било да се осигураник определио за државни фонд или самосталне фондове);

-Из прихода од приватизације и од државне имовине (за стари систем) на неки од три могућа начина (или комбиновано):

а) да се пензијском фонду пренесе капитал (па да га предаје или вуче приход на основу њега);

б) да држава део прихода од приватизације капитала даје пензијском фонду;

в) да се пензионерима дају вредносни папири (акције) и да они сами вуку приход;

-Из општих буџетских прихода и то искључиво гарантована пензија или неки други систем обезбеђења егзистенцијалног минимума. Уколико друштво жели да помогне најсиромашнијим пензионерима природно је да то финансира из општих буџетских средстава. Шире финансирање пензијског система из општих пореских прихода не би требало користити све док практично целокупно активно становништво не буде покривено обавезним пензијским осигурањем. Државни пензијски фонд не би требало да акумулира

резерве,инвестира капитал и фундира се.Као што искуство у свету и код нас показује држава није добар инвеститор и може се са знатном сигурношћу очекивати да инвестира у лоше (често сопствене) пројекте.Постоје најмање четири разлога због којих приватни фонд (као и приватно предузеће) мора бити ефикасније од државног. Приватна својина значи да су интереси капитала боље репрезентовани него у другим облицима власништва. Затим, приватни фондови су више изложени дисциплини комерцијалног финансијског тржишта него државни.Даље,приватни фонд је способнији да понуди пристојна примања како би привукао и сачувао добре менаџере.На крају,приватни фонд мање је подложен политичком уплитању него државни.*****

У горњој табели првих осам места по стопи реалних приноса на инвестициона улагања заузимају приватни пензијски системи одговарајућих земаља,док сва преостала места држе јавни пензијски фондови.Штавише,државни пензијски фондови показују изузетно лоше резултате у земљама у развоју,као што је и наша земља. Резултат је чињеница да државним фондови наглашено инвестирају у државне хартије од вредности (које су често емитоване по неповољним условима),док приватни фондови инвестирају у комерцијалне подухвате који доносе више приноса.Поред тога, акумулација резерви у јавном фонду може бити искоришћена од стране владе а кроз преузимање тих средстава и финансирање осталих функција државе,односно за покривање дефицита државног буџета.Да би се спречило лоше коришћење средстава пензијске акумулације,боље их је препустити самосталним,независним пензијским фондовима чији ће искључиви циљ бити увећање капитала намењеног пензијама.

КАПИТАЛ И ИНВЕСТИЦИЈЕ

Приватни фундирани фондови су слободни у својој инвестиционој активности од политичког уплитања и могу да остваре солидне инвестиционе резултате.Страх од пропасти или лоших пословних резултата,како је показало искуство,није оправдан.Велика већина фондова постиже добре резултате.То није изненађујуће када се зна да пензијски фондови воде конзервативну инвестициону политику,у којој се избегава висок ризик и остварује практично просечан принос на капитал.У неким земљама постоји регулатива пласмана фондова код које се одређују максималне или минималне границе пласмана у поједине облике активе (државне обвезнице,акције,стране вредносне папире,некретнине).Фундирани пензијски фондови подстичу развој финансијских тржишта и

доприносе повећању штедње у економији. Сва истраживања показала су да фондирани пензијски фондови доводе до великог пораста дугорочне финансијске штедње у земљи, која може да омогући продуктивне инвестиције и раст. Величина акумулиране штедње у пензијским фондовима зависи од зрелости пензијских шема, стопе доприноса, обухвата запослених и инвестиционих приноса на капитал. Искуства многих земаља у свету показују да добро регулисани и вођени пензијски фондови уживају поверење осигураника и шире публике и остварују врло брзу акумулацију финансијских средстава.

Код нас је проблем што не постоји развијено финансијско тржиште. У какве финансијске инструменте би инвестирали наши пензијски фондови? Значај тржишта капитала за здраво функционисање фондираних пензијских фондова је врло велико. То тржиште омогућава широк избор инвестиција, уз политику минимализације ризика. За повољне ефекте тржишта капитала на пензијске фондове (и обрнуто) потребна је ефикасна регулатива тржишта капитала и самих пензијских фондова и добра рачуноводствена, правна и информативна инфраструктура. Због тога, пензијска реформа мора бити део ширег програма реформи у земљи у склопу политике транзиције. Наши пензијски фондови ће већи део свог капитала у периоду непосредно после реформе инвестирати у државне обвезнице. Финансијско тржиште се може релативно брзо изградити, уз економску реформу и одговарајућу регулативу. Појава пензијских фондова и сама ће подстаћи развој финансијских тржишта кроз улагања средстава и специфичне захтеве за појединим тржишним инструментима. Аргументи у прилог прописивања инвестиционих лимита за поједине типове активне јесте потреба да се обезбеди свођење ризика пензијских фондова на умерену меру колико је то могуће, а због специфичности тих средстава. Брига и одговорност државе за одржавање у животу једног пензијског фонда сасвим је природна због одговорности државе за пензионере после евентуалне пропасти таквог фонда. Смисао ових прописа није само ограничавање улагања у папире који се сматрају ризичнијима, већ и присиљавање фондова на диверсификацију пласмана по типовима папира (акције, обвезнице, деривате, некретнине, депозити, итд.). Тиме се смањује ризик. Како је сврха инвестиционих правила да обезбеде сигурност и профитабилност пласмана, то не би требало њима усмеравати ресурсе у активности које се сматрају пожељним са политичког или социјалног становишта. Пракса са инвестиционим лимитима је у различитим земљама различита. У старим тржишним економијама са развијеним тржиштем капитала не постоје прописи о границама улагања у поједине типове активности.

Контравезно (али важно) питање у готово свим земљама са фондираним пензијским фондовима јесте да ли дозволити фондовима инвестирање у стране вредносне папире? Са једне стране, стране међународна диверсификација капитала пензијских фондова обично увећава приносе и смањује ризике, посебно уколико су пензијски фондови превелики за домаће тржиште капитала. Са друге стране, неограничене инвестиције у иностранство доводе практично до институционализовања масовног одлива капитала у иностранство. Одлив капитала може у великој мери оштетити расположива финансијска средства и спречити да домаће тржиште капитала ужива плодове стварања фондираних пензијских фондова са знатним капиталом. Из тих разлога многе земље у развоју ограничавају инвестиције у иностране хартије од вредности.

Сва прописана правила инвестирања требало би постепено ублажавати како сазрева и расте домаће тржиште капитала. Разумна државна политика диверсификације капитала фондова требало би да у непосредним постреформском периоду фаворизује државне обвезнице. Разлог томе је чињеница да је држава у време транзиције и поред свега најсигурнији дужник. Дужнички инструменти морали би бити индексирани за инфлацију (по државној регулативи), како би се онемогућили губици услед непотпуне индексације у време инфлације.

РИЗИЦИ И ОСИГУРАЊЕ

Свака економска активност носи са собом одређене ризике. Код пензијског осигурања то су индивидуални ризик, ризик послодавца, инвестициони ризик, ризик везан за дату земљу (инфлација и слично) и интернационални ризик. Државно (јавно) пензијско осигурање носи (наоко) најмање ризике. Иза таквог осигурања стоји држава са својом способношћу опорезивања, солидарности и редистрибуције. Самостални фондови носе, низглед, знатно више ризика од јавног због евентуалног непостојања гаранција од стране државе и због могућности пропасти фонда. Међутим, није баш све тако што изгледа. Ти фондови би били фондирани, тј. постојала би обавеза да имају довољно акумулираног капитала како би били у стању да исфинансирају све своје обавезе према пензионерима. А затим, постоје многе технике смањења ризика и осигурања од ризика.

Најмањи ризик носе штедни фондови који су у власништву осигураника. У том случају осигураници су изузетно заинтересовани за приносе и будућност фонда. Иако они не морају да имају врхунске

способности за управљање фондом, може се претпоставити да су довољно способни и заинтересовани да повере управљање квалификованим особама. Могуће је чак дозволити самим осигураницима право избора како ће се инвестирати средства са њиховог рачуна. Тако у САД запослени задржавају право контроле над инвестирањем и у преко 50% случајева код шема по методу прописаног доприноса инвестирају у неки од узајамних фондова.

Пензијско осигурање је посао са изузетно дугим роком трајања (40 година плаћања доприноса и 20 година примања пензије). У таквом послу неизвесност је нормално присутна тако да је држава обично присиљена да пружи гаранције осигураницима. Два су метода могућа: прво, гаранција осигураницима да ће има држава обезбедити пензију уколико то не учини самостални фонд; и друго, то је гаранција да ће држава обезбедити солвентност фонда, односно његову способност да испуни своје уговорне обавезе према осигуранику. Важан елемент сигурности пензија и претходница система гаранција мора бити модеран и ефикасан надзорни систем за приватне пензијске фондове.

Политички привлачан систем осигурања јесте прописивање обавезе државе да гарантује минималну пензију из општих буџетских средстава свима који имају довољно година осигурања. Наиме држава би у случају евентуалне пропасти приватног пензијског фонда обезбедила осигуранику ту минималну пензију. Алтернативан метод јесте организација (у режији државе или приватно) осигурања пензијских фондова по познатом систему осигурања депозита. Пензијски фондови би уплаћивали један проценат својих прихода државној или приватној осигуравајућој организацији, а ова би им прискакала у помоћ када дођу у тешкоће.

Остаје питање у којој мери би требало покрити губитак осигураника приликом пропасти пензијског фонда - 100% или мање. Сигурно да то мора бити мање од 100%, јер би потпуна накнада губитака кроз гаранције подстакла морални хазард, односно, учинила би пензијске осигуранике и управе пензијских фондова и брокере који инвестирају у име пензијских фондова незаинтересованим за резултате функционисања фонда. постоје две реалне опције: прво, да приликом пропасти фонда сви осигураници добију једнак износ средстава која ће бити трансферисана у неки други фонд; и друго, да сви осигураници добију једнак проценат од стања на њиховом индивидуалном рачуну приликом пропасти фонда.

Следећа варијанта бриге о солвентности пензијских фондова јесте чилеански систем. Ту држава прописује стандарде обавезне инвестиционе добити фондова и реагује уколико они нису задовољени. Пензијски фондови су обавезни да сваког месеца

обрачунавају стопу добити за последњих дванаест месеци. Ако је стопа добити нижа за 2 процентна поена или за једну половину од просека стопе добити свих пензијских фондова тада је дати пензијски фонд дужан да мањак добити покрије из сопствених резерви. Уколико то није довољно, менаџерска кућа која води фонд дужна је да пренесе потребна средства у власништво пензијског фонда. У случају да и то није довољно, менаџерска кућа банкротира, а држава покрива недостајућа средства.

Ризик од инфлације може се елиминисати куповином акција, страних хартија од вредности, индексираних обвезница и некретнина. Један од лекова против ризика угрожавања пензијског фонда јесте тачно приказивање и јавно објављивање финансијске позиције фонда.

За отклањање тешкоћа у које је запао један фонд крајње је важно да се погоршање позиције установи на време и да се са лечењем почне што раније. За тако нешто потребно је тачно и јавно обзнањивање података. Три су чиниоца овде од значаја:

- (1) рачуноводствена правила која морају бити заснована на тржишном методу тзв. нето вредности имовине, а не на класичним рачуноводственим техникама;
- (2) обавезе коришћења независне ревизије рачуноводствених исказа начињених у администрацији фонда;
- (3) обавезе редовног (месечног или кварталног) јавног објављивања релативних података како би заинтересовани имали потребне информације о пословању фонда.

ЧИТАЊЕ ИЗВЕШТАЈА ИЗ WALL STREET JOURNAL-A ЗА ДУГОРОЧНЕ ДРЖАВНЕ ОБВЕЗНИЦЕ

Значење колона је следеће:

1) **Rate**-стопа-мисли се на номиналну каматну стопу. У нашем примеру она износи 11,625% годишње. На уобичајену деноминацију од 1000\$ то би износило 116,25\$ камате годишње. У случају да се плаћа 2 путо, инвеститор би сваких шест месеци добијао износ од 58,125\$.

2) **Maturity**-Month-Year-доспеће-месец-година-односи се на дутум доспећа обвезнице. У нашем примеру реч је о обвезници која доспевао новембра месеца 2002 године.

3) **Bid**-куповна цена-која је дата у процентима од номиналне вредности. За државне обвезнице-note и bond-ове у САД постоји једна специфичност. Први део цене означава проценте-у нашем примеру 101%, а други разломак у 32 деловима цене. То значи цена 101:21-значи $101\% + 21/32$ дела цене, што је 101,6562% од деноминације, или за номиналу од 1000\$-текућа тржишна цена износи 1016,56\$.

4) **Ask**-продајна цена-одређује се по истом принципу. У нашем примеру износи 101:22, то јест $101\% + 22/32 = 101,6875\%$ или у доларском износи 1016,87. Разлика између куповне и продајне цене представља котациони распон. Треба имати на уму да се понекад може наћи и објашњење по коме се каже да цена за државне обвезнице одражава 10\$ вредности. То би значило да цена 101:22 означава цену од $101 + 22/32 = 101,6875 \times 10\$ = 1016,875$, што у ствари представља исто.

5) **Change**-промена-односи се на нето промену у односу на претходни дан. Из извештаја можемо видети да је промена износила -1. Промена је такође дата у 32 деловима процента, што значи да је цена пала за $1/32$ дела процента, или 0,03125%, односно за 0,31\$.

6) **Ask Yield**-принос до доспећа-релативни показатељ исплативости инвестирања који показује који је реалан принос инвеститора уколико обвезницу купи по текућој тржишној цени и задржи је до рока доспећа. У нашем примеру то износи 1,59%.

КАРАКТЕРИСТИКЕ ПОЈЕДИНИХ РАНГОВА ОБВЕЗНИЦА

ранг по Moody`s	ранг по S&P	ранг по Fitch
Ааа	ААА	ААА

Ове ознаке се односе на највиши ранг емитованих инструмената дуга. Способност емитената да изврши обавезе у погледу плаћања камата и главнице се процењује као врло високе. Ове обвезнице имају врло мали ризик од неизвршавања обавеза.

Аа	АА	АА
----	----	----

Карактеристике инструмената који имају овај ранг је висока способност отплате камата и главнице. Они имају високе оцене по скоро свим стандардима. Разлика у односу на највиши ранг се састоји само у детаљима. Наиме, инструменте овог ранга не краси тако висок

ЗАКЉУЧАК

Као формално допунски, али суштински подједнако важан (у дугом року вероватно најважнији) тип пензијског осигурања се предлаже обавезна индивидуализована штедња, код које сакупљена средства остају у приватном власништву осигураника. Међутим коришћење тих средстава није слободно већ је ограничено државном регулативом. Та се средства држе код приватних пензијских фондова, који их инвестирају (и тако увећавају) полазећи од начела максималног профита и минималног ризика. Држава фаворизује овај вид штедње повољним пореским третманом.

Централна идеја која стоји иза овог пензијског модела је једноставна:

појединци брину о сопственом новцу; они су спремни да више и боље раде када им то доноси корист; инвестирање новца у приватном аранжману је ефикасније, него у државном; и оно што је најважније – капитализован пензијски систем знатно мање кошта него PAYG систем за исти ниво пензије. Новозапослени осигураници имаће знатно више пензије по реформисаном, капиталском пензијском систему, него по постојећем, PAYG систему, а уз мања издвајања за пензијске доприносе.

Финансијски системи развијенијих земаља у новијем периоду обogaћени су појавом и развојем нових типова финансијских посредника, од којих се посебно значај придаје инвестиционим и децентрализованим (приватним) пензијским фондовима. Развој ових институција је имао значајне позитивне импликације на развој привреде и финансијског система у поменутиим земљама, а као најважније могу се истаћи следеће:

- пораст нивоа институционалне штедње и њена активизација у правцу инвестирања у профитабилне пројекте у привреди, пре свега у пројекте млађих и иновативнијих предузећа која се сматрају основним носиоцем развоја у свакој економији;
- пораст броја алтернатива за прибављање извора финансијских средстава од стране предузећа, пре свега посредством финансијског тржишта где се као водећи инвеститори појављују инвестициони и пензијски фондови, као и пораст броја алтернатива за профитносан пласман штедње становништва;

- обогаћивање институционалне структуре финансијског система и јачање конкуренције међу финансијским институцијама, што је водило повећању ефикасности процеса финансијског посредовања;
- интензиван развој финансијских иновација праћен појавама дерегулације у пословању традиционалних финансијских посредника, секјуритизације и глобализације, што је водило повећању броја мобилизационих и инвестиционих могућности за предузећа и домаћинства као и развоју и повећању ефикасности процеса финансијске интермедијације у ширим размерама;
- продубљивање и развој тржишта капитала и поготово тржишта корпоративних акција и обвезница, као и поспешивање развоја нових типова финансијског тржишта попут тржишта комерцијалних папира и хипотекарног тржишта;
- повећање степена покрића запослених уговорним пензијским осигурањем и повећањем њихове будуће пензијске сигурности;