

Centar za liberalno-demokratske studije

Boško Mijatović  
Dragor Hiber

# KAPITALIZACIJA PENZIJSKOG OSIGURANJA U SRBIJI



2008.

## Sadržaj

<i>Predgovor</i>	
Prvo poglavlje DUGOROČNE TEŠKOĆE FINANSIRANJA PENZIJA FINANSIJSKI ASPEKT DEMOGRAFSKI ASPEKT REFORME TOKOM POSLEDNJIH PET GODINA KONCEPTI PENZIJSKOG OSIGURANJA DUGOROČNI PROBLEM I MOGUĆNOSTI REŠENJA	4
Drugo poglavlje DRŽAVNI FONDOVI O KAPITALIZACIJI JAVNIH FONDOVA ISKUSTVA DRUGIH ZEMALJA ZAKLJUČCI	31
Treće poglavlje STVARANJE JAVNOG FUNDIRANOG FONDA OSNOVE PREDLOGA SVRHA FONDA IZVORI KAPITALA FONDA ORGANIZACIJA FONDA ZAKLJUČAK	57
Četvrto poglavlje PRAVNI OKVIR KAPITALNOG PENZIJSKOG FONDA PRETHODNA PRAVNA PITANJA IZVORI KAPITALA: AKCIJE I UDELI U VLASNIŠTVU PIO FONDA IZVORI KAPITALA: DRUGE STVARI I PRAVA U IMOVINI PIO FONDA IZVORI KAPITALA: AKCIJE IZ PRIVATIZACIJE MODEL ZAKONA O KAPITALNOM PENZIJSKOM FONDU	75

## Predgovor

Ova studija napisana je za potrebe Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje. Njena svrha je da ispita mogućnosti rešenja dugoročnih problema sistema javnog penzijskog osiguranja u Srbiji, a posebno mogućnost stvaranja i funkcionisanja jednog investicionog rezervnog penzijskog fonda.

Tri prva pogledalja i model Zakona o kapitalnom penzijskom fondu napisao je Boško Mijatović, dok je ostatak četvrtog poglavlja napisao Dragor Hiber.

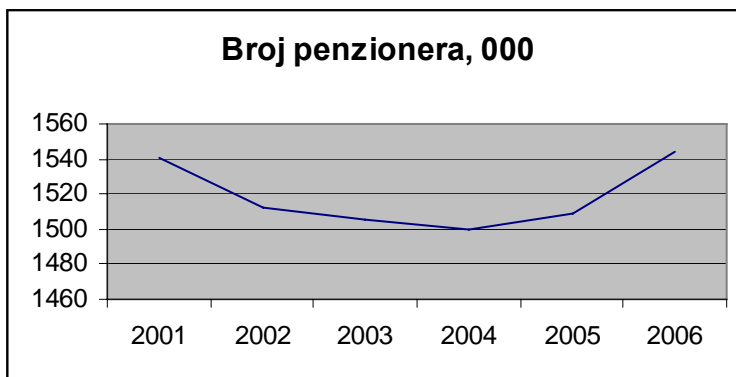
Boško Mijatović

## Prvo poglavlje

# DUGOROČNE TEŠKOĆE FINANSIRANJA PENZIJA

## FINANSIJSKI ASPEKT

Broj penzionera u Srbiji, bez vojnih, iznosi 1544 hiljada krajem 2006. godine. Taj broj je u periodu 2000-2004 opadao, zahvaljujući pomeranju starosne granice kao delu reformskog paketa iz 2001.godine, što je donelo smanjenje broja sve tri kategorije penzija (starosnih, invalidskih i porodičnih). U poslednje dve godine, međutim, broj starosnih penzionera se povećao, što je posledica iscrpljivanja efekata podizanja starosne granice, dok je broj ostale dve kategorije ostao na dostignutom nivou. Kretanje broja penzionera prikazano je na sledećem grafikonu.



Izvor: Republički zavod za statistiku

Nema sumnje da se penzijski sistem Srbije i dalje nalazi u ozbiljnim teškoćama. On je vrlo skup za one koji ga finansiraju (zaposlene, odnosno penzijske osiguranike), ali ne donosi dovoljno onima koji ga koriste (penzionerima), bar po njihovom mišljenju. A sistem kojim niko nije zadovoljan svakako je u krizi.

I objektivno posmatrano, penzijski sistem je u krizi. On već decenijama ima ozbiljan deficit, tj. manjak prihoda u odnosu na rashode. Ponekada je skriven, ponekada otvoren, ali je stalno prisutan.

Budući da tema ovog odeljka nije sveobuhvatna finansijska analiza penzijskog sistema Srbije, već samo pokušaj da se još jednom ukaže na njegove osnovne karakteristike, to

ćemo u nastavku prikazati samo finansijske rezultate za 2006. godinu i njihovu kraću analizu, dok se oni raniji, a u osnovi slični rezultati mogu naći na drugim mestima.<sup>1</sup>

U 2006. godini prihodi javnog penzijskog sistema izgledali su ovako:

Prihodi državnog penzijskog sistema, mil. din.

	Fond	Fond	Fond		
	zaposlenih	samostalaca	poljoprivrednika	UKUPNO	%
doprinosi	156.597	12.417	2.223	171.237	58,2
dotacije iz budžeta	96.06	0	15.122	111.182	37,8
kamate na uložena sredstva	0	1.012	0	1.012	0,3
ostali prihodi	9.272	1.42	99	10.791	3,7
ukupno	261.929	14.849	17.444	294.222	100

Ukupni prihodi državnog penzijskog sistema dostigli su u 2006. godini 294,2 milijarde dinara, ili 13,84% procenjenog društvenog proizvoda zemlje (GDP).<sup>2</sup> Taj procenat je vrlo visok – svaki sedmi do osmi dinar koji se stvori u Srbiji ide u penzijsku sferu – ali ipak nije neuobičajen u ovom kraju sveta, jer više tranzicionih zemalja imaju sličan procenat. Jer, takavo učešće je uobičajeno za zemlje sa penzijskim sistemom koji široko pokriva stanovništva i u kojoj je demografska tranzicija prilično odmakla, pa je odnos broja radnoaktivnog i starog stanovništva nepovoljan.

Među prihodima najznačajniji je penzijski doprinos, ali on čini samo 58,2% od ukupnih prihoda. Državni budžet je drugi po veličini izvor novca i donosi čak 37,8% ukupnih prihoda, ili gotovo dve petine. Drugim rečima, sopstveni prihodi penzijskog sistema su manji od dve trećine, a znatan preostali deo finansira država. Ovakva struktura prihoda nije uobičajena u svetu, a nije ni pravedna. Nije uobičajena jer savremene države, čak i one koje participiraju u finansiranju penzijskih sistema, čine to u znatno manjem obimu. Nije pravedna jer je nepravedno da svi građani, kroz budžet, finansiraju sistem od koga će koristiti imati samo jedan segment populacije, a to su oni pokriveni penzijskim osiguranjem.

Po fondovima posmatrano, fond zaposlenih ima gotovo prosečno učešće sredstava iz republičkog budžeta (36,7%); fond samostalnih delatnosti uopšte ne prima dotacije iz budžeta, jer kao fond sa vrlo povoljnim odnosom osiguranika i penzionera (6,5 u 2006) poseduje viškove prihoda nad rashodima koje plasira i ostvaruje prihod od kamata; fond zemljoradnika je veoma zavistan od budžetske dotacije (86,7% prihoda), a budući da je naplata doprinosa od zemljoradnika veoma slaba.

Rashodi državnog penzijskog sistema su u 2006. godini izgledali ovako:

<sup>1</sup> Videti, na primer, K. Stanić - Stanje penzijskog sistema u Srbiji i posledice zakonskih rešenja iz 2005. godine, mimeo, BearingPoint, 2006; J. Bajec i K. Stanić – Koliko je stvarno deficit penzionog sistema u Srbiji?, 2006; M. Kovačević i D. Petraković -

<sup>2</sup> Procena Miladina Kovačevića od 2125,8 milijardi dinara.

Rashodi državnog penzijskog sistema, mil. din.

	Fond zaposlenih	Fond samostalaca	Fond poljoprivredni ka	UKUPNO	%
penzije	208.016	7.564	14.259	229.839	80,5
socijalna davanja za penzionere	9.895	728	980	11.603	4,1
transferi zdravstvenom fondu	26.094	929	1.734	28.757	10,1
otplata dugova	9.984	0	0	9.984	3,5
administrativni rashodi PIO fonda	3.983	370	356	4.709	1,6
ostali rashodi	473	102	5	580	0,2
ukupno	258.445	9.693	17.334	285.472	100
suficit	3.484	5.156	110	8.75	3,1
deficit (bez budžetskih dotacija)	-92.576	5.156	-15.012	-102.432	-35,9

Izvor: završni računi penzijskih fondova za 2006. godinu

Ukupni rashodi državnog penzijskog osiguranja dostigli su 285,5 milijardi dinara u 2006. godini, što je 13,4% GDP-a Srbije.

Najveća stavka su tekuće penzije, sa 229,8 milijardi dinara, što čini 80,5% ukupnih rashoda, ili 10,8% GDP-a. Redovnost isplata je obezbeđena, pa su tako sva tri fonda, uključujući i zemljoradnički, isplatili po 12 penzija u 2006. godini. Zemljoradnički fond je bio u velikom zakašnjenju sa isplatama – kasnio je 20,5 meseci – ali je taj dug država preuzela na sebe i potom obezbedila redovnu isplatu penzija.

Druga po visini stavka su transferi drugim fondovima socijalnog osiguranja (zdravstvenom i fondu za nezaposlenost), a na ime zakonskih obaveza i finansiranja prevashodno zdravstvene zaštite penzionera. Ovi transferi iznose 26,8 milijardi i predstavljaju 10,1% ukupnih rashoda.

Sledeći trošak po visini predstavljaju razna socijalna davanja penzionerima ili u ime penzionera: tuđa nega i pomoć, nabavka pomagala, rehabilitacioni centri, pogrebni troškovi i slično. Ori rashodi dostižu 11,6 milijardi, 4,1% od ukupnih

Tu je i otplata duga fonda zaposlenih od 10 milijardi i tako dalje.

Saldo prihoda i rashoda je pozitivan, tj. državni penzijski sistem Srbije ima gotovinski suficit od 8,8 milijardi dinara. Višak fonda zaposlenih je 3,5 milijardi, što je tekući priliv za sledeću penziju od nekoliko dana. Višak fonda samostalnih delatnosti je 5,3 milijarde i to je pravi višak budući da njegovi prihodi u velikoj meri nadmašuju rashode, pa ovaj fond stvara finansijsku rezervu za budućnost.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> U poslednje četiri godine (2003-2006) suficit fonda samostalnih delatnosti izneo je 11,2 milijarde dinara.

Ipak, suštinski posmatrano, javni penzijski sistem Srbije pokazuje ozbiljan deficit. Naime, on sam, od svojih prihoda, ne uspeva ni iz bliza da odgovori obavezama, već mu znatan deo novca, kako smo videli, obezbeđuje budžet Republike Srbije. Tako posmatrano, deficit iznosi čak 102,4 milijarde dinara,<sup>4</sup> što je 4,8% GDP-a Republike Srbije. To je visok deficit, neuobičajen za savremene penzijske sistema. Kako je rekla Ana Švarc iz Svetske banke, 'U zemljama kao što je Srbija, fiskalni deficit penzijskog fonda dostiže 7 procenata društvenog proizvoda. Tako veliki deficit jasno predstavlja kočnicu na celu ekonomiju'.<sup>5</sup>

## DEMOGRAFSKI ASPEKT

Penzijski sistem je, posebno pri dugoročnim analizama, očigledno veoma povezan sa demografskim tendencijama u jednoj zemlji, pošto broj penzionera i dužina njihovog penzionerskog staža ne zavisi samo, pa čak ni prvenstveno, od penzijskih propisa, već prevashodno od demografskih kretanja. Jer, pri svim razumnim i za Evropu uobičajenim propisima kretanje starosne strukture stanovništva je osnovna determinanta broja penzionera i lakoće finansiranja penzija kod sistema tekućeg finansiranja, dok je starosna granica kao uslov za penzionisanje od sekundarne važnosti.

Stanovništvo Srbije (bez Kosova i Metohije) zahvaćeno je krajnje nepovoljnim dugoročnim demografskim tendencijama. Rađanje je vrlo nisko već decenijama i nedovoljno za prosto obnavljanje stanovništva. Postoje i znatne migracije pripadnika mlađih generacija prema inostranstvu, motivisane uglavnom socijalno-ekonomskim razlozima. Jedini demografski dobitak za ovo područje, i to jednokratno, donele su prisilne migracije srpskog stanovništva iz Hrvatske i Bosne i Hercegovine i sa Kosova i Metohije tokom 1990-tih godina.

Ukupno stanovništvo ovog područja trenutno stagnira (tj. minimalno opada) i nalazi se na početku procesa neminovnog, permanentnog i sve bržeg smanjenja u narednom periodu. Prema svim realističnim projekcijama, stanovništvo Srbije će vidljivo opadati tokom sledećih decenija.<sup>6</sup>

Posebno su nepovoljne tendencije kod kretanja starosne strukture. Stanovništvo Srbije se svrstava u grupu izrazito starih populacija, kod kojih je učešće mlađih generacija nisko i opadajuće, a učešće starih visoko i sve više. Tako je kod popisa stanovništva 2002. godine prvi put zabeležen veći broj starih (65 godina i više) nego dece (do 14 godina).

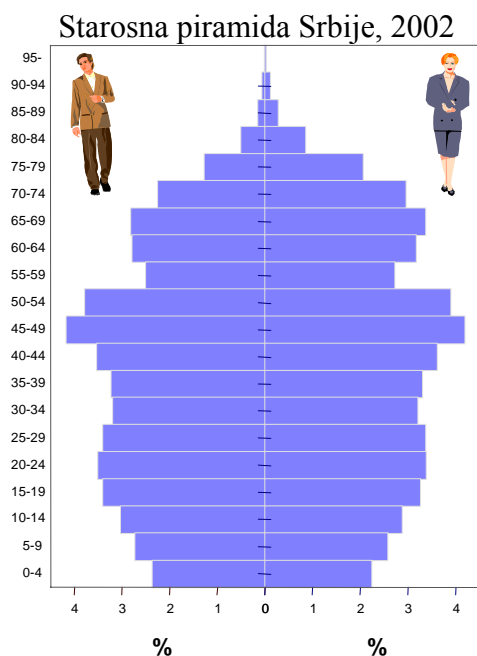
---

<sup>4</sup> Gotovinski suficit je 8,8, a ukupna dotacija od budžeta 112,2 milijarde, što u saldu daje navedeni deficit.

<sup>5</sup> A. Schwarz – Pension System Reforms, The World Bank, SP Discussion Paper, No, 608, September 2006, str. 15

<sup>6</sup> Ovaj tekst koristi projekcije Gorana Peneva iz studije J. Bajec i B. Mijatović (red) – Unapređenje socio-ekonomskog položaja starih u Srbiji, Ekonomski institut, Beograd, 2004

Starosna struktura stanovništva Srbije iz 2002. godine prikazana je pomoću starosne piramide.

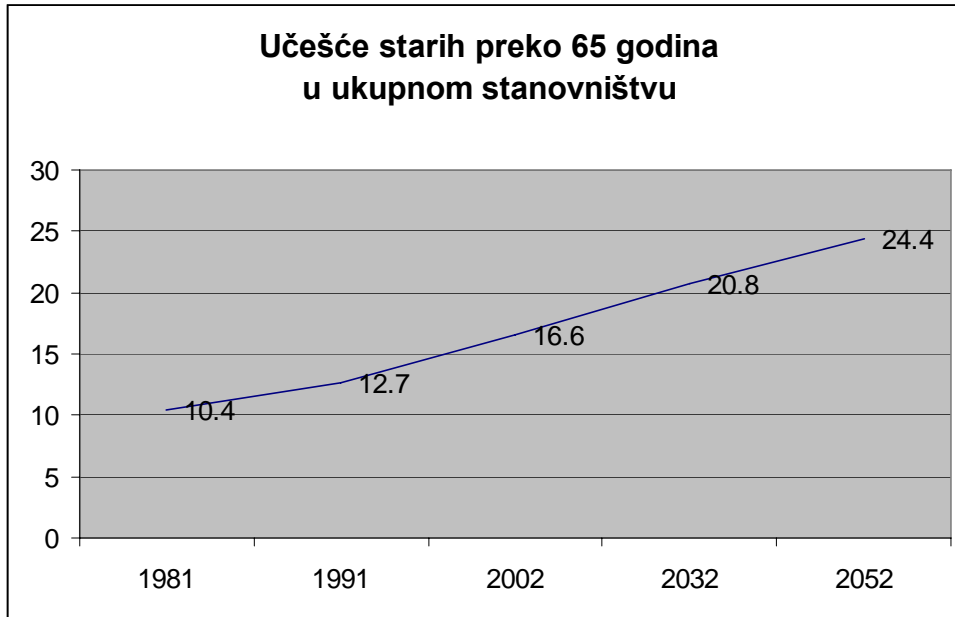


Izvor: J. Bajec i B. Mijatović (red) – *Unapređenje socio-ekonomskog položaja starih u Srbiji*, Ekonomski institut, Beograd, 2004

Očigledno je da se najbrojnije starosne kategorije nalaze u srednjem delu piramide, a da je njena osnova vrlo sužena, što jasno pokazuje malobrojnost najmlađih generacija. Na osnovu više pokazatelja, Goran Penev je procenio da se stanovništvo Srbije 2002. godine nalazilo u stadijumu duboke demografske starosti, što je šesti od sedam stadijuma u procesu starenja populacije. Tako je, na primer, prosečna starost u Srbiji bila 40,7 godina 2002. godine, a samo još četiri zemlje na svetu (Japan, Italija, Švajcarska i Nemačka) imaju prosečnu starost više od 40 godina.

Ni buduća kretanja ne bude optimizam, naprotiv: nastaviće se dosadašnje tendencije, sa još izazitijim starenjem stanovništva. Pogledajmo prvo projekcije udela starog stanovništva u ukupnom stanovništvu, a prema tzv. srednjoj projekciji.

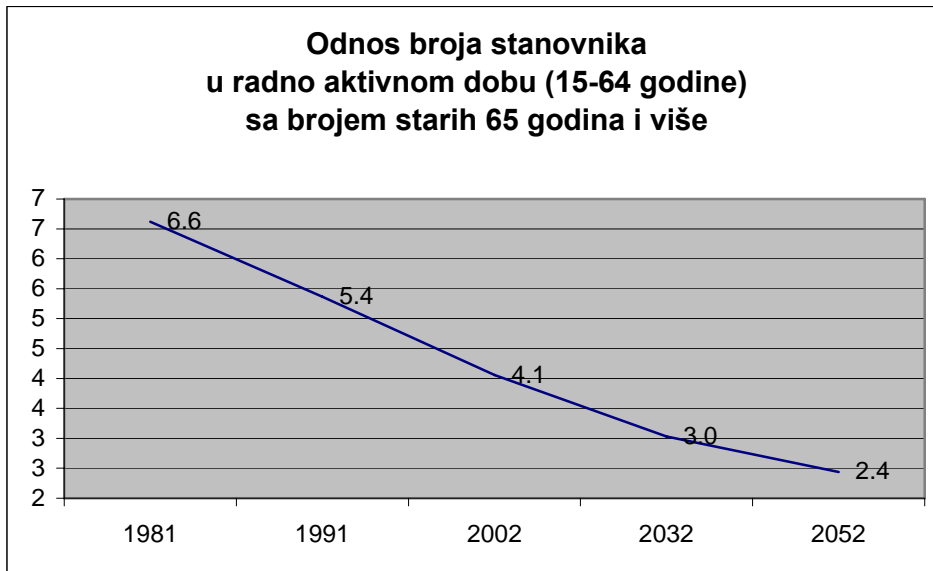




Izvor: za 1981, 1991. i 2002. godinu popisi stanovništva; za 2032. i 2052. projekcije iz J. Bajec i B. Mijatović (red), isto

Kako vidimo, udeo starih se iz perioda u period veoma povećava: dok je 1981. godine, dakle pre samo četvrt veka, tek svaki deseti stanovnik područja Srbije bez Kosova i Metohije bio star, krou manje od pola veka, 2052. godine, star će biti već svaki četvrti. Naravno, produženje života je izuzetno povoljna posledica moderne civilizacije, ali smanjenje rađanja i sve manji broj mladih to svako nije.

Sa stanovišta finansiranja penzijskog sistema od učešća starog stanovništva u ukupnom važniji je odnos broja stanovnika u radno aktivnom dobu i broja starih, koji pokazuje koliko potencijalno radno aktivnih dolazi na starog, neaktivnog čoveka, odnosno koliko ljudi u radno aktivnom dobu izdržava jednog starog. Ta mera, nazvana stopa izdržavanja, ima slično nepovoljno kretanje, koje je prikazano na sledećem grafikonu:



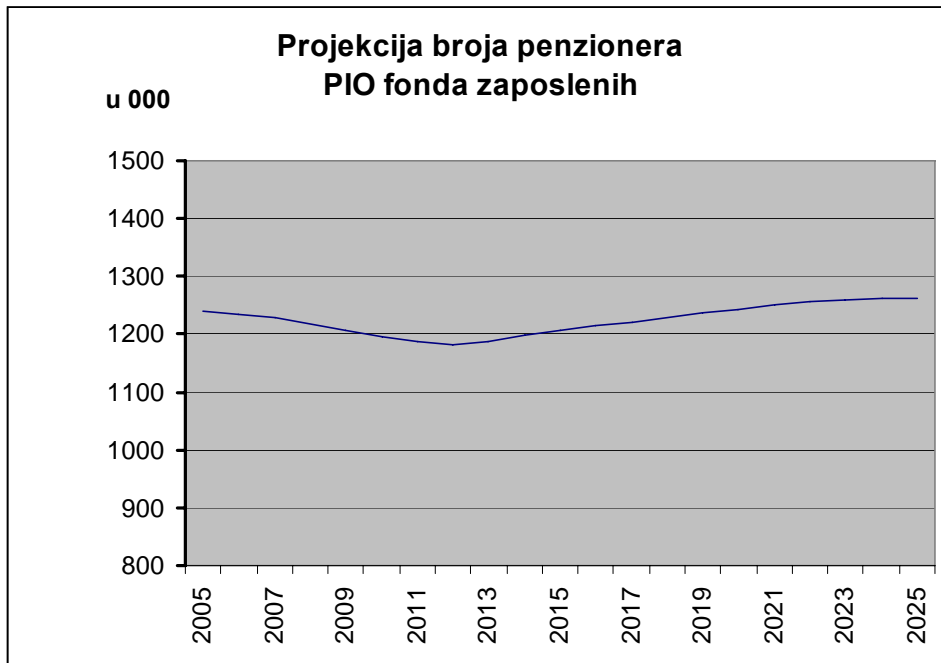
Izvor: isto

Vidimo da se stopa izdržavanja smanjila sa 6,6 u 1981. na 4,1 u 2002. godini, a i da se tendencija nastavlja i da će stopa dostići samo 3,0 u 2032. i 2,4 u 2052. godini. To znači da će za manje od pola veka doći samo 2,4 čoveka u radno aktivnom dobu na jednog starog čoveka, sa svim pratećim socio-ekonomskim posledicama, od kojih su teškoće finansiranja penzijskog sistema samo jedna.

Ukoliko pretpostavimo da neće biti dramatičnih promena u stepenu radne aktivnosti kod mlađih generacija, ni u učešću penzionera u starom stanovništvu, što je verovatno, onda možemo zaključiti da ove demografske tendencije okvirno izražavaju i dugoročno kretanje varijabli koje su od najvećeg interesa za temu ove studije: broja zaposlenih i broja penzionera.

Time smo došli do jednog od čvorišta cele priče: nepovoljnih tendencija u stopi izdržavanja tokom sledećih decenija. Dok će broj starih nastaviti da raste do polovine ovog veka (i kasnije), broj aktivnih lica (penzijskih osiguranika), znači onih iz čije se proizvodnje finansira zadovoljenje potreba svih, opadaće sve brže, što će dugoročno pogoršavati finansijsku poziciju penzijskog fonda. Štaviše, broj penzionerskih godina raste još brže nego broj penzionera, a zbog produženja trajanja života. Navedimo jedan pojednostavljen primer: starosna granica za penzionisanje 65 godina; svi penzioneri žive 66 godina; dolazi do produženja života i svi penzioneri sada žive 67 godina; broj godina provedenih u penziji je udvostručen. Podizanje starosne granice kao uslova za penzionisanje je u razvijenog delu sveta predstavljalo samo delimičnu kompenzaciju za sve duže trajanje života, budući da je starosna granica teško podizana za nekoliko godina, dok je produženje životnog veka znatno brže i izraženije. Drugim rečima, i pored podizanja starosne granice, prosečno korišćenje penzije permanentno raste u celom svetu, a kao posledica brzom produženju trajanja života.

Pogledajmo jednu skorašnju projekciju kretanja broja penzionera u naredne dve decenija:



Izvor: J. Bajec i K. Stanić - Stanje penzijskog sistema u Srbiji i posledice zakonskih rešenja iz 2005. godine, USAID and BearingPoint, mimeo, 2006

Iz prethodnog grafikona vidimo da će broj penzionera u PIO fondu zaposlenih suštinski stagnirati u ove dve decenije, odnosno na kraju perioda tek je nešto veći (za 1,9%) nego što je sada. Ni uključivanje penzionera samostalnih delatnosti i zemljoradnika neće dramatično promeniti sliku tokom sledećih decenija, budući da će se kretati u suprotnom pravcu: dok će broj penzionera samostalaca dosta brzo rasti zbog penzionisanja sada aktivnih osiguranika, dotle će se broj zemljoradničkih penzionera brzo smanjivati kako zbog izuzetno nepovoljne demografije sela, tako i zbog izrazitog neplaćanja penzijskog doprinosa.

Problemi u finansiranju penzija nisu samo kratkoročni i srednjoročni, proistekli iz nedovoljno dobrih rešenja u penzijskom sistemu (na primer, previše velikodušnih prava ili prekratkog potrebnog radnog staža), a kako je prikazano u prethodnom odeljku, već su i dugoročni, povezani sa starenjem stanovništva i nuždom da sve manji broj zaposlenih finansira penzije sve većeg broja penzionera sve veći broj godina. Čak i da kratkoročne teškoće ne postoje i da je finansiranje penzijskog sistema sada u ravnoteži, to još uvek nikako ne bi značilo da su i dugoročni problemi rešeni i da razmišljanje o tom aspektu penzijskog sistema predstavlja neplodnu temu. Pitanja dugoga roka obično nisu atraktivna sa političkog stanovišta, jer će ih morati rešavati sledeće generacije političara, ali svakako zavređuju pažnju svih onih koji ozbiljno razvišljaju o državnim interesima.

## REFORME TOKOM POSLEDNJIH PET GODINA

### Prethodne tendencije

Problemi u finansiranju penzija u Srbiji pojavljuju se još sredinom 1980-tih godina, sa pojavom deficita u PIO fondu, da bi maksimum dostigli tokom 1990-tih godina u vreme krize, sankcija i ekonomskog propadanja. Smanjenje broja zaposlenih, izbegavanja plaćanja doprinosa i raširena siva ekonomije doneli su smanjenje broja osiguranika. S druge strane, došlo je do brzog rasta broja penzionera, a zbog starenja stanovništva i vrlo relaksiranih uslova penzionisanja. Finansiranje penzija zahtevalo je sve “inventivnija” rešenja, posebno zbog činjenice da su penzioneri predstavljali značajno biračko telo.

Prilagođavanje penzijsko-invalidskog sistema finansijskim mogućnostima nije vršeno formalnim smanjenjem prava penzionera, već drugim, često manje vidljivim načinima:

- stopa doprinosa je podignuta na 32%
- tokom godine obično nije isplaćivano dvanaest penzija,
- penzije su tokom 1994-1995. godine smanjene na nezakonit način – običnom uredbom vlade Srbije (tada je stvoren tzv. veliki dug),
- penzije su isplaćivane bonovima za struju,
- dug penzionerima proistekao iz kašnjenja penzija od nekoliko meseci stalno je obezvređivan kroz inflaciju, posebno 1993. godine, ali i ostalih godina budući da je bio stalan, ali ne i revalorizovan i slično.

Kriza 1990-tih dovela je do jasnog ispoljavanja i pozitivnih i negativnih karakteristika tekućeg načina finansiranja penzija. Krajem 2000. godine u Srbiji je bilo 1,5 miliona penzionera, najviše u PIO fondu zaposlenih preko 1,2 miliona. Prosečna penzija je iznosila preko 90% prosečne plate,<sup>7</sup> a zaposlenima koji su se penzionisali tokom 2001. godine sa tzv. punim stažom penzije su u proseku bile veće od prethodnih plata.<sup>8</sup> Udeo izdataka za penzije u društvenom proizvodu je dostigao blizu 15%. Odnos između broja penzionera i broja aktivnih osiguranika bio je nepovoljan. Zatečeni su veliki dugovi u sistemu: u fondu zaposlenih tzv. “veliki dug” u iznosu od 2,5 mesečnih izdataka za penzije i kašnjenje u isplati penzija za 2 meseca, dok je u fondu poljoprivrednika kašnjenje u isplatama dostiglo čak 23 meseca.

Na potrebu reforme penzijskog sistema uticalu su, dakle: vrlo loša finansijska pozicija PIO fondova zaposlenih i zemljoradnika; previše velikodušna prava; spoznaja budućih nepovoljnih demografskih tendencija.

---

<sup>7</sup> Porede se i penzija i zarada za određeni mesec.

<sup>8</sup> Budući da je prosečna penzija iznosila 90% prosečne zarade i da u prosečnu penziju ulaze i invalidske i porodične penzije i penzije onih sa nepunim radnim stažom, a koje su znatno niže od od starosne i prosečne.

## Reforme iz 2001. godine

Tokom 2001. godine načinjeno je nekoliko važnih promena penzijskog sistema. Prvo, obezbeđena je redovna isplata dvanaest penzija godišnje.

Drugo, razmotrena je strategija penzijskih reformi i, bar za predstojeći period, odbačena mogućnost reformi po modelu Svetske banke, a zbog visokih tranzicionih troškova, nedovoljno razvijenog finansijskog sistema Srbije i nedovoljno ubedljivih argumenata za njegovo uvođenje u drugim zemljama. Odlučeno je da se reformiše postojeći javni penzijski sistem i uvede dobrovoljno privatno penzijsko osiguranje.<sup>9</sup>

Treće, sredinom 2001. smanjena je stopa penzijskog doprinosa sa 32 na 19,6%, a i drugih doprinosa, kako bi ukupno opterećenje neto zarada doprinosima bilo smanjeno sa 110 na oko 70%. Ovo smanjenje trebalo je da podstakne izlazak iz sive ekonomije i zapošljavanje i da svede opterećenje zarada na nivo koji imaju druge zemlje u tranziciji.

Četvrto, starosna granica za penzionisanje jednokratno je podignuta za tri godine, sa 55 na 58 godina za žene i sa 60 na 63 godine za muškarce. Istovremeno je minimalna starosna granica povećana sa 50 na 53 godine. Na taj način Srbija je dostigla druge zemlje u tranziciji koje su ranije započele sa ovim promenama, ali su se uglavnom odlučile za postepeno pomeranje starosne granice. Cilj ovo mere svakako je bilo smanjenje broja penzionera u srednjem roku.

Peto, značajna promena bilo je prelazak sa indeksacije penzija zaradama na indeksaciju tzv. švajcarskom formulom, tj kombinacijom porasta zarada i troškova života, a sa jednakim ponderom. Na ovaj način obezbeđeno je usporavanje rasta prosečne penzije u odnosu na rast prosečne zarade, a radi smanjenja već neodrživog deficita u penzijskom fondu.

Pogledajmo rezultate ovih reformskih poteza, ali ćemo pre toga prikazati važan grafikon o brzom rastu realnih zarada u Srbiji poslednjih godina.



<sup>9</sup> Videti G. Matković – Reforme socijalnog sektora, u “Strategija reformi”, CLDS, 2001

Primitimo izuzetan rast zarada u 2002. godini. Sigurno je da je jedan deo uzroka tog rasta baš rasterećenje zarada od poreza i doprinosa iz 2001. godine, a prvenstveno visoko rasterećenje od penzijskog doprinosa. Budući da je zaposlenost nastavila da blago opada, očigledno je da se smanjenje penzijskog doprinosa nije odrazilo, kako je planirano, na prelazak iz sive u formalnu ekonomiju i povećanje zaposlenosti, već prvenstveno na rast zarada, ali i povećanje budžetskog deficita. Naime, prilikom smanjenja penzijskog doprinosa rešeno je da se izgubljena sredstva PIO fonda zaposlenih nadoknade iz budžeta, pa je budžetska subvencija PIO fondu veoma porasla, inicijalno na oko jedne trećine, a kasnije na 40-50% ukupnih rashoda na penzije.

Smanjenje penzijskog doprinosa i brzo povećanje realnih zarada ne samo u 2002. godini, već i u celom periodu od 2001. naovamo, ma koliko bili pozitivni sa stanovišta zaposlenih i penzionera, pogoršali su finansijsku poziciju penzijskog sistema na još jedan način: naime, to brzo povećanje zarada tokom ovog perioda povuklo je, kroz indeksacioni mehanizam, i brzi rast penzija, pa je prosečna penzija povećana za 90% realnom izrazu u ovom petogodišnjem periodu.

Izuzetno brzi rast penzija u godinama 2001, 2002. i 2003. doneo je i brzo povećanje učešća penzija u društvenom proizvodu, na 10,8% u 2003. godini. Tek je vanredno brzi rast realnog društvenog proizvoda u 2004. i 2005. godini (8,4 i 6,2%) prestigao i tih godina brzi rast realne prosečne penzije (5,7 i 7,0%) i doveo do izvesnog opadanja učešća penzija u društvenom proizvodu (10,7% u 2006. godini). I pored izvesnog smanjenja, učešće je 2006. godine znatno veće nego 2001. godine. Ukupna ocena finansijskih efekata novog modela indeksacije penzija može biti sledeća: usporio je rast penzija, ali je on i pored toga bio izuzetno visok.

Efekti povišenja starosne granice na broj penzionera se nisu vidljivije ispoljili u prvih nekoliko godina, a zbog činjenice da su postojali osiguranici koji su već imali prava na penzionisanje i po novim uslovima i da su oni postepeno odlazili u penziju. Stoga se efekat povišenja starosne granice ispoljavao postepeno, a nastaviće i tokom sledećih nekoliko godina.

Puni efekti ovih i ovakvih mera se najskorije mogu očekivati u srednjem troku, što je kod penzijskih sistema, usled visoke inercije sistema i sporosti promena, najmanje pet godina.

#### Reforme iz 2003. godine

Sledeći korak u reformama bio je novi Zakon o penzijsko-invalidskom osiguranju iz aprila 2003. godine. Njegova centralna promena – u određivanju penzija na osnovu zarade u celom radnom veku – povećao je pravednost sistema, ali nije doneo direktne efekte na finansijski aspekt penzijskog sistema, već eventualno indirektni, kroz povećanje zainteresovanosti za uključanje angažovanih u sivoj ekonomiji u formalno penzijsko osiguranje.

Zakonskim promenama proširen je i obuhvat obaveznim penzijskim osiguranjem, a kroz uključanje prihoda od autorskih honorara i rada u studentskim zadrugama među prihode na

koje se plaća obavezni doprinos. Time je pojačan prihod penzijskog sistema za nekoliko milijardi dinara, ali su i povećane buduće obaveze budući da i ta stavka sada ulazi u penzijsku osnovicu.

Kod mera usmerenih kako na štednju, tako i na pravednije odnose valja pomenuti smanjenje prevelikih beneficija pojedinih privilegovanih kategorija osiguranika i, još važnije, suženje prava kod invalidskih penzija i veću kontrolu ostvarenja ovih prava. Ovim poslednjim je bitno usporen priliv novih invalidskih penzionera, ali će njihov postojeći preveliki broj još dugo opterećivati finansije fonda.

Kod penzijskog osiguranja poljoprivrednika, koje je u permanentnom kolapsu, suženje obaveze na samo jednog člana domaćinstva i olakšice kod isplate nagomilanih dugovanja trebalo je da povećaju njihovu zainteresovanost za uključenje u sistem i plaćanje doprinosa, ali su se ta očekivanja pokazala nerealnima.

I promene pensijskog sistema iz 2003. godine donele su smanjenje pritiska na troškove penzijskog sistema, mada znatno manje nego promene iz 2001. godine.

Prema oceni Svetske banke “odvažne promene u penzijskom sistemu u Srbiji, koje su sprovedene u dva navrata, tokom 2001. i 2003. godine, spadaju među najvažnija dostignuća u ukupnom reformskom programu”.<sup>10</sup>

#### Reforme iz 2005. godine

Pogoršanje ukupnih makroekonomskih performansi privrede Srbije, ali i sporst efektiviranja penzijskih reformi iz 2001. i 2003. godine na finansijsku poziciju penzijskog sistema i budžeta Srbije doneli su, uz zalaganje Međunarodnog monetarnog fonda, nove promene u penzijskoj regulativi usmerene na dugoročno smanjenje tereta finansiranja penzija.

Prvo, zaoštreni su uslovi penzionisanja, odnosno podignuta je starosna granica za dve godine, kako kod starosne, tako i kod porodične penzije. Ovo predstavlja nastavak strategije podizanja starosne granice započete još 2001. godine. I ovog puta se ciljalo na smanjenje broja penzionera u dužem roku. Međutim, ova će promena biti izvedena tokom četiri godine, radi tzv. socijalne prihvatljivosti, i tek će 2010. biti dostignute ciljne vrednosti. Svakako, ova postepenost je opravdana sa političkog stanovišta i uobičajena u zemljama u kojima se podiže starosna granica.

Drugo, promenjen je mehanizam indeksacije: umesto švajcarske formule (jednak ponder rasta cena i rasta zarada) prelazi se na indeksiranje troškovima života. Ovo je radikalna konceptijska promena, budući da će rast penzija zaostajati za rastom zarada tako da penzioneri neće učestvovati u ekonomskom napretku zemlje već će stalno bili održavani na istom nivou realnog dohotka. Na taj način će se permanentno smanjivati učešće penzija u

---

<sup>10</sup> Serbia and Montenegro Recent Progress on Structural Reforms, The World Bank, November 2003, str. 22

društvenom proizvodu zemlje. Međutim, i ovde je obezbeđen postepeni prelaz na novi režim kako bi se ublažile i promene i političke posledice ovih promena. Dve su stvari predviđene za tranzicioni režim: prvo, prelaz sa švajcarske formule na troškove života će takođe biti izveden postepeno, do 2009. godine; sledeće i važnije, drugom klauzulom je obezbeđeno da se prosečna penzija ne može u sledeće tri godine (do kraja 2008) smanjiti ispod 60% prosečne zarade i da se u tom slučaju vrše vanredne korekcije i prosečna penzija podiže na 60%; ovim drugim se privremeno negira novi indeksacioni mehanizam i, u stvari, uvodi kombinacija indeksacije troškovima života i zaradama; naime, neko vreme se, do sniženja odnosa prosečne penzije i zarade na 60%, koristi indeksacija troškovima života, a u tom trenutku se prelazi na indeksaciju zaradama do kraja trogodišnjeg perioda.

Procene finansijskih efekata ovih promena nisu laka stvar, ali MMF ocenjuje da će promene indeksacije doneti uštedu od 1% društvenog proizvoda do 2010. godine. Ali istovremeno će se odvijati program isplata raznih zadocnjenja (zemlji radničke penzije, penzije zaposlenih, povezivanje radnog staža), što će dostići, takođe prema procenama MMF-a, 2,1% društvenog proizvoda.<sup>11</sup> Samim tim o znatnoj štednji kod penzija i srodnih davanja tokom sledećih godina neće biti reči, već je čak pitanje da li će od promena iz 2005. (uključujući i podizanje starosne granice) penzijski rashodi biti uvećani ili umanjeni.

Izmene penzijske regulative iz 2005. godine doneće bitnu štednju u delu koji zavisi od indeksacije i podizanja starosne granice, ali tek iza 2010. godine, kada se, sa jedne strane, isplate sva dugovanja penzijskog fonda penzionerima i kada, sa druge strane, prestane dejstvo prelaznih rešenja i osnovna rešenja stupe na snagu. Sa druge strane, negativan faktor biće dalje pogoršanje demografskih karakteristika populacije Srbije, sa rastom stope izdržavanja (odnos broja ljudi u radno aktivnom dobu sa brojem starih, odnosno penzionera), o čemu je već bilo reči.

Pitanje je, međutim, dugoročnosti rešenja o indeksaciji penzija troškovima života. Jer, penzije u Srbiji nisu velike i ne mogu se meriti ni sa minimalnim penzijama u zapadnim zemljama u kojima postoji indeksacija troškovima života. Stoga ni ugledanje na te zemlje i njihovu politiku kontrole rashoda nepovećavanjem realnih penzija, odnosno održavanjem neporomenjene kupovne snage penzija teško da u Srbiji može biti prihvatljivo u dužem roku. U jednoj siromašnoj zemlji u razvoju, kakva je Srbija, nije ni pravedno jedan segment populacije isključiti zauvek iz učešća u plodovima privrednog rasta time što će njegovi realni dohoci ostajati nepromenjeni dok dohoci svih drugih rastu sa privrednim razvojem. Pored toga, zadržavanje na dugo vremena ovog indeksacionog mehanizma dovešće do prelaska velikog ili najvećeg broja penzionera u grupu siromašnih građana, sa socijalnim i političkim problemima, Jer, granica siromaštva nije nikada apsolutna, odnosno jednaka u siromašnoj i srednje razvijenoj zemlji, već je relativna i zavisi od nivoa dohotka date zemlje. Stoga bi zadržavanje prosečne penzije jednakom u realnom izrazu u dugom roku značilo, u vreme podizanja granice siromaštva, prelazak velike većine penzionera među siromašne građane. Stara lica su u Srbiji 2003. godine bila nešto malo siromašnija

---

<sup>11</sup> Serbia and Montenegro: Sixth Review Under the Extended Arrangement, Financing Assurances Review, Request for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, and Proposed Post-Program Monitoring, IMF, January 19, 2006, str. 24



od proseka cele populacije, prvenstveno zahvaljujući penzijskom sistemu.<sup>12</sup> Stoga izvesno zaostajanje prosečne penzije za prosečnom zaradom, ali uz rast realne penzije, ne može ugroziti penzionersku populaciju i odvesti je u siromaštvo. Ali, odsustvo rasta realnih penzija u dugom roku donelo bi veliko zaostajanje dohotka starih i njihovo padanje u siromaštvo, kako se dogodilo u nekoliko tranzicionih zemalja koje su prešle na indeksaciju troškovima života i održale je u srednjem roku. A takva duguročna strategija je teško prihvatljiva i iz političkih razloga, uključujući i to što će se tokom vremena povećavati učešće starijih kategorija u biračkom telu.

Dakle, nema sumnje da u zemlji u razvoju kakva je Srbija nije moguće u dugom roku održati indeksaciju isključivo cenama ni iz socijalnih ni iz političkih razloga. Gotovo je sigurno da će u doglednoj budućnosti, svakako pre nego što prođe deset godina, metod indeksacije biti promenjen u pravcu povoljnijem po penzionere. To može biti povratak na kombinaciju zarada i cena ili na povremena vanredna usklađivanja itd. Naravno, tog momenta će verovatno biti zaustavljeno realitvno brzo smanjenje učešća penzija u društvenom proizvodu, a možda započeto i povećanje tog učešća.

### Ocena finansijskih efekata reformi

Posmatrano sa finansijskog aspekta, reformske promene penzijskog sistema iz 2001, 2003. i 2005. godine donele su olakšanje, ali nisu rešili fundamentalne, dugoročne probleme njegovog funkcionisanja. Još važnije, one promene koje donose najveće uštede finansijskih sredstava su teško održive na dugi rok, što znači da je znatno poboljšanje finansijske pozicije penzijskog sistema ograničenog trajanja.

### KONCEPTI PENZIJSKOG OSIGURANJA

Pre nego što pređemo na razmatranje penzijskog sistema Srbije i opcija za njegovo unapređenje, potrebno je podsetiti na osnovne elemente logike i tehnike penzijskog osiguranja, kako bi kasniji odeljci bili rasterećeni suvišnih objašnjenja, ali i kako bi podsetili čitaoca da postojeći model penzijskog osiguranja u Srbiji nije i jedini koji postoji u knjigama i u svetskoj praksi.

Penzijski sistem postoji zato da bi obezbedio dohodak onima koji izbube radni kapacitet u starosti, onima koji dožive radnu nesposobnost i onim porodicama u kojima umre član koji je obezbeđivao dohodak za sve.

Osim onih siromašnih, gotovo svaki pojedinac bi mogao da u svom radnom veku uštedi dovoljno sredstava za starost, tako da bi penzijski sistem, ukoliko se ne teži redistribuciji od bogatijih ka siromašnijima, mogao biti suvišan. Međutim, mnogi se pojedinci ne brinu za sopstvenu budućnost i troše sve ili gotovo sve što zarade tokom radnog veka, pa bi u starim

---

<sup>12</sup> Videti Siromaštvo i reforma finansijske podrške siromašnima, Ministarstvo za socijalna pitanja i Centar za liberalno-demokratske studije, 2003

godinama ili pali na teret državi ili bi živeli u krajnjoj bedi. Tako zakonska obaveza penzijskog osiguranja ne predstavlja sama po sebi izraz društvene solidarnosti sa potencijalno siromašnim starim ljudima, već, naprotiv, zaštitu društva od onih pojedinaca koji ne bi dobrovoljno prištedeli dovoljno za starost i koji bi pali na teret ostalima. Uz to, postoje slabosti privatnih, tržišnih mehanizama u ovoj oblasti, kao i u oblasti osiguranja, što penzijski sistem čini neophodnim. Tako i onaj pojedinac koji može i želi da štedi u manje razvijenim zemljama se, u odsustvu razvijenih finansijskih tržišta i sigurnih instrumenata štednje, suočava sa inferiornim oblicima štednje, kao što su ulaganja u nekretnine, plemenite metale ili stoku. A njihove cene mogu znatno fluktuirati i ta imovina može biti upropašćena zbog krađe, ratova ili bolesti.

Svaki razuman reformski koncept penzijskog osiguranja mora da odgovori na sledeća suštinska pitanja:

- kome se i kako isplaćuje penzija;
- kako se i od koga prikuplja novac za plaćanje penzija;
- da li su i u kakvoj vezi doprinosi za penzijsko osiguranje i sama penzija;
- koje institucije obavljaju penzijsko osiguranje.

Kod svih penzijskih sistema uobičajeno je da pravo na penziju imaju samo oni koji su plaćali doprinose penzijskom osiguranju. To je, sa jedne strane, pravedno, a, sa druge, time se izbegava tzv. moralni hazard,<sup>13</sup> odnosno podsticaj pojedincima da izbegavaju plaćanje penzijskog doprinosa tokom radnog veka, a da u starosti traže penzije.

Principijelno posmatrano, moguća su dva metoda određivanja individualnih penzija: *propisana isplata* i *propisan doprinos* (engl. defined benefit i defined contribution). Kod metoda propisane isplate korisnik penzije prima penziju čija je visina ustanovljena određenom unapred poznatom formulom, a vezana je za godine osiguranja, zaradu osiguranika i druge slične elemente. Drugim rečima, ovde penzija pojedinca ne zavisi od sume za njega uplaćenih doprinosa, već od nekih drugih karakteristika, pa tako sistem propisane isplate dozvoljava izrazita prelivanja od jednih kategorija osiguranika ka drugima (od bogatih ka siromašnima, ali i obrnuto; između generacija itd). Tako je u Srbiji/Jugoslaviji dugo vremena penzija određivana prema za osiguranika najpovoljnijem desetogodišnjem proseku, a poznati su i metodi određivanja penzije prema poslednjoj plati.

Sledeći tip penzijske šeme je poznat kao metod propisanog doprinosa, kod koga nije unapred određena i poznata visina penzije preko utvrđene formule, već je (obično zakonom) propisana visina penzijskog doprinosa i direktna veza između penzije i doprinosa koga su sam penzijski osiguranik i/ili poslodavac uplatili penzijskom fondu. Drugim rečima, kod ovog sistema penzija se određuje na osnovu akumulirane sume doprinosa samog penzijskog osiguranika. Ta sredstva potiču kako iz obaveznog i propisanog doprinosa na zarade, tako i iz investicionih prihoda od plasiranih sredstava.

---

<sup>13</sup> Moralni hazard je problem u teoriji i praksi osiguranja, a javlja se kada je osiguranik u stanju da utiče na verovatnoću i/ili intenzitet gubitka. Na primer, osoba koja je potpuno osigurala kuću od požara preduzeće manje mera opreznosti protiv požara od osobe koja nije osigurala kuću, pa će i verovatnoća izbijanja požara biti veća u osiguranoj kući.

Metod propisane isplate je stariji. Do ne tako davno, metod propisanog doprinosa bio je praktično nepoznat. No, u poslednjih nekoliko decenija dolazi do dosta brze promene i penzijske šeme kod kojih je doprinos utvrđen, a penzija nije zauzimaju sve značajnije učešće i potiskuju metod propisane isplate. Kod privatnih penzijskih fondova, metod propisanog doprinosa je uobičajen. Čak i u državnim sistemima penzije počinju da se vezuje za doprinos osiguranika tokom radnog veka (Italija, Švedska itd), a ne za njegovu zaradu u godinama pre penzije.

Metod propisane isplate kao da obezbeđuje veću izvesnost (odnosno manji rizik) za penzionera od metoda propisanog doprinosa. Naime, osiguranik tačno zna kolika će mu penzija biti (a prema poznatoj formuli), tako da ne snosi nikakav rizik, za razliku od osiguranika čija će penzija biti određena po metodu propisanog doprinosa, kod koga je penzija jedna nepoznata veličina, pa samim tim neizvesna i podložna riziku. Međutim, ta izvesnost visine penzije po metodu propisane isplate često se pokazuje prividnom, pošto se teškoće penzijskog sistema često svale na penzionera, pa se njegova, po formuli utvrđena penzija menja kroz nepotpunu indeksaciju, promenu penzijskog zakona i tako dalje, što poziciju penzionera čini praktično neizvesnijom nego što to na prvi pogled izgleda. Sa druge strane, postoji uverenje da metod propisanog doprinosa u načelu donosi penzioneru višu penziju, a zbog akumuliranja i investiranja doprinosa tokom radnog veka, i da se time kompenzuje manja izvesnost.

Penzijsko osiguranje usko je vezano sa životnim i invalidskim osiguranjem, a zbog sličnih posledica koje smrt ili invalidnost osiguranika donose njemu ili njegovoj porodici. Slično ulozi osiguravajućih društava kod penzija, invalidsko osiguranje može biti preneto osiguravajućim kompanijama i isključeno iz penzijskog sistema.

Kod svakog penzijskog sistema postoje tri važne komponente, od čijeg definisanja zavisi karakter penzijskog sistema:

- *štednja*, pošto se jedan deo dohotka mlađih građana preusmerava od potrošnje ka štednji, odnosno ka njihovim starijim godinama; drugim rečima, penzijsko osiguranje uvek predstavlja jedan vid štednje tokom čovekovog životnog veka, nekada obavezan, nekada dobrovoljan,
- *redistribucija*, koja označava prelivanje od jednih ka drugim osiguranicima iz socijalnih razloga; pri tome, cilj je prelivanje od bogatijih ka siromašnjima, mada se događa i obrnuto; ovde se uključuje i zaštita siromašnih od siromaštva, tj. onih koji ni uz štednju i/ili plaćanje doprinosa ne mogu da se obezbede od siromaštva u starosti, a zato što su imali nizak dohodak tokom radnog veka,
  - *osiguranje*, koje predstavlja zaštitu od propasti svih mera koje pojedinac preduzima van penzijskog sistema da bi osigurao spokojnu starost (da nadživi prišteđeno, propast finansijskih instrumenata, inflacija itd).

Jedan razvijen penzijski sistem trebalo bi da ima sve tri navedene funkcije, ali ostaje pitanje metoda i institucija kojima se to može najefikasnije postići.

Penzijski sistemi se mogu klasifikovati prema tome kakva je veza između uplata i isplata, kakav jer način finansiranja i ko operativno organizuje i vodi penzijsko osiguranje. Znači, postoje tri osnovne klasifikacije penzijskih sistema:

**prema vlasništvu:** javni, državni i samostalni, privatni;

- *kod javnih*, država reguliše, organizuje, prikuplja sredstva i isplaćuje penzije; njihova načelna prednost je to što država poseduje monopol oporezivanja i stoga penzijski fond ne može da propadne kao što privatni može;
- *kod privatnih*, oni organizuju, prikupljaju sredstva, investiraju ih i isplaćuju penzije, ali uz široku regulaciju i nadzor od strane države radi smanjenja rizika za osiguranike i penzionere; privatni penzijski fondovi lako mogu biti efikasniji od državnih i tako obezbediti više penzije; glavna zaštita privatnih fondova od propasti su kako državna regulacija i nadzor, tako i prištedeni kapital koji je konzervativno investiran,

**prema načinu finansiranja:** iz tekućih prihoda - PAYG<sup>14</sup> - i iz akumuliranog kapitala - fundirani fondovi;

- *kod PAYG sistema*, kakav je i naš u Srbiji, prikuplja se (ili se pokušava prikupiti) onoliko sredstava koliko je potrebno za isplatu penzija; njih gotovo isključivo organizuje i vodi država;
- *kod fundiranog sistema*, prikuplja se kapital tokom radnog veka zaposlenog i investira u finansijsku imovinu ili nekretnine; iz kapitala se (uključujući i prinos na investicije) isplaćuju penzije, s tim da važi princip da kapitala u fondu uvek bude dovoljno za ispunjenje svih budućih penzijskih obaveza; privatni sektor gotovo isključivo organizuje ovakve fondove,

**prema načinu na koji se određuje penzija:** propisana isplata ili propisan doprinos, o čemu je bilo reči; pomenimo još da metod propisane isplate obično ide zajedno sa PAYG sistemom, a metod propisanog doprinosa sa fundiranim fondovima.

Jedna važna potpodela privatnih penzijskih fondova je ona na fondove po zaposlenju (penzijski fond je vezan za preduzeće) i na univerzalne fondove (svako ima pravo pristupa, sa individualnim računima).

Od više mogućih kombinacija pomenutih tipova, u svetu danas uglavnom postoje četiri vrste penzijskog osiguranje:

- javni fond, PAYG (tekuće finansiranje), propisana isplata,
- javni fond, PAYG i stvaranje kapitalnih rezervi penzijskog sistema (SAD, Švedska, Kanada, Irska, više zemalja u Aziji i Africi, Hrvatska itd),
- privatni fond, fundiran, po zaposlenju, propisana isplata, i
- privatni fond, fundiran, individualni računi, propisani doprinos.

Dominantno mesto u svetu i danas imaju javni PAYG sistemi, kod kojih sada zaposleni finansiraju penzije penzionera po principu tekućeg finansiranja, očekujući da će njihove

---

<sup>14</sup> PAYG je skraćeniica za pay-as-you-go, odnosno za penzijski sistem koji počiva na jednakosti tekućih prihoda i tekućih rashoda, bez fundiranja, odnosno kapitalizacije.

penzije u budućnosti financirati tada zaposleni radnici. Oni su u mnogim zemljama i dalje jedini ili dominantan oblik penzijskog osiguranja. Razlozi svojevremene popularnosti PAYG sistema bili su ovi: u vreme brzog populacionog rasta, relativno mladog stanovništva, brzog ekonomskog napretka zemlje i u fazi mladosti penzijske šeme, izgleda kao da se kroz PAYG dobija nešto ni iz čega - doprinosi su niski, a penzije vrlo visoke (razlog je bio vrlo nizak odnos broja penzionera i broja zaposlenih). Međutim, to srećno vreme prođe: demografska tranzicija učini da je sve više starih, a malo mladih ljudi (onih koji bi trebalo da finansiraju penzije starih) i da ti stari znatno duže žive nego prethodne generacije, a ekonomski napredak doživi usporavanje, pa zarade prestanu da brzo rastu (kako se dogodilo u celom razvijenom svetu u poslednjih deceniju-dve), dok penzijski planovi po PAYG sistemu uđu u fazu zrelosti, tako da stanje sada izgleda dosta loše: penzije su relativno skromne, a doprinosi vrlo visoki i sve viši. Malo zaposlenih finansira veliki broj penzionera, pa je i teret visok.

Neke zemlje, među kojima nije bila Jugoslavija, pokušale su da delimično fundiraju svoje javne penzijske fondove stvaranjem značajnijih rezervi u kapitalu, a kroz propisivanje relativno visokih stopa doprinosa u ranim fazama razvoja PAYG sistema, tj. onda kada bi stope mogle da budu veoma niske. Pojedine zemlje su uspele (SAD, na primer), pojedine nisu (neke zemlje u razvoju, a zbog lošeg upravljanja tim rezervama u vreme inflacije), dok se naša zemlja držala čistog PAYG sistema, pa je u ranim fazama držala vrlo niske stope, da bi kasnije bila prinuđena da ih podiže na sve viši nivo.

Promene u shvatanjima o vrednosti PAYG sistema lako su uočljive. Tako je Pol Samujelson, najveći ekonomski teoretičar XX veka, pisao pre četrdesetak godina, u vreme sveopšteg optimizma:

"lepota socijalnog osiguranja leži u tome što nije aktuarski zasnovan. Svako ko dostigne godine za penzionisanje dobija privilegije u transferima koje daleko prevazilaze sve ono što je uplatio... Kako je to moguće? To proizilazi iz činjenice da nacionalni dohodak raste po principu ukamaćenja i da se može očekivati da će tako biti duže nego što se može sagledati. Uvek ima više mladih nego starih ljudi u populaciji koja raste. Još važnije, uz rast dohotka od oko 3 procenta godišnje, poreska osnova, na koju se oslanjaju transferi, u svakom je periodu veća nego što su porezi koji su ranije plaćeni od strane generacije koja je sada u penziji... Nacija koja raste je najveća igra Lanca sreće ikad pronađena".

Međutim, dvadesetak godina kasnije Samjuelson je i sam uvideo dubinu i neumitnost promena i priznao da su za žaljenje godine koje su propuštene

"...u vreme ružičastog puta nefundiranih penzija za zaposlene i nedovoljno fundiranih socijalnih programa... Kada se rast stanovništva usporava, tako da više nemamo ugodne stope rasta Lanca sreće, ili kada čak počnemo da registrujemo opadanje u ukupnim brojevima, tada se trnovi na ružinom putu ukazuju sa izuzetnom snagom".

I zaista, Samjuelsonovo pominjanje Lanca sreće (lanca Sv. Antuna, piramidalne igre) u kontekstu nefundiranih penzijskih fondova nije slučajno, jer se nefundirano, PAYG penzijsko (i uopšte socijalno) osiguranje može uporediti sa Lancem sreće: stvar dobro funkcioniše sve

dok se u igru uključuju novi igrači; čim priliva novih igrača ponestane, a postoje demografski razlozi za to, nastaje kriza lanca.

Na teorijskom, odnosno koncepcijskom planu rasprava je započeta pre više od dvadeset godina. U vreme potpune dominacije PAYG sistema u javnom sektoru, Čile je 1981. godine izvršio privatizaciju, odnosno likvidaciju javnog penzijskog fonda i zamenio da sistemom obaveznih privatnih fundiranih fondova. Ovaj koncept je izazvao živi interes i ubrzo ga prihvatila Svetska banka, doduše ublaženog, i počela ga zastupati punom snagom.<sup>15</sup> Njen model sa tri stuba (ili sloja) – prvi tradicionalan PAYG, drugi obavezan privatni fundiran i treći dobrovoljan – postao je poznat u celom svetu. Druga polovina 1990-tih godina donela je trijumf tog modela i u teoriji i u svetskoj reformskoj praksi, a posebno u tranzicionim i zemljama u razvoju, ali su se oblaci ubrzo navukli. Već 1999. je Džozef Stiglic, vrhunski ekonomista i potpredsednik Banke, napao bančin koncept govoreći o pogrešnim mitovima i dovodeći u pitanje svaku tačku modela.<sup>16</sup> Pridružili su mu se i drugi<sup>17</sup> i danas postoji živahna teorijska i empirijska diskusija između zastupnika različitih mišljenja.

Područja rasprave su brojna, odnosno gotovo sve važno je na stolu:<sup>18</sup>

- model funkcionisanja ekonomije sa penzijskim sistemom (na primer, kako fundiranje utiče na štednju, investicije i rast; koji se rizici javljaju; kakav je uticaj modela na tržište rada itd),
- empirijske procene efekata različitih aranžmana (na primer, da li građani smanjuju štednju i koliko kada su osigurani; kako se kreće očekivano trajanje života; kako se kreću podsticaji za učešće u penzijskom osiguranju i za plaćanje doprinosa; obim implicitnog duga za penzije; koliki su administrativni troškovi pojedinih modela itd),
- institucionalni kapacitet jedne zemlje (na primer, može li ona u razumnom roku obezbediti složene institucije finansijskih tržišta ili ozbiljan nadzor nad privatnim penzijskim fondovima),
- političke prepreke, odnosno politička realnost izvođenja određenih reformi (na primer, da li građani smatraju sigurnijom penziju koju im garantuju država ili tržište kapitala; ko dobija, a ko gubi, da li političari kod reformi vide dobit za sebe),
- ideologija (na primer, kakva je uloga države; koji se ciljevi postavljaju pred penzijski sistem; ko i šta garantuje i slično).

Uticaj poslednjeg pomenutog činioca ne treba potceniti, jer se dva osnovna modela (PAYG i fundirani) bitno razlikuju baš po ideološki najosteljivijoj crti: u kojoj meri dozvoljavaju, odnosno omogućavaju redistribuciju između generacija i unutar jedne generacije. Pojednostavljeno rečeno, PAYG model lako uključuje redistributivnu komponentu, a i obično

---

<sup>15</sup> Videti Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth, The World Bank and Oxford University Press, 1994

<sup>16</sup> P. Orszag and J. Stiglitz - Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems, u New Ideas About Old Age Security, Toward Sustainable Pension Systems in the 21 st Century, The World Bank, 2001

<sup>17</sup> Na primer, L. Kotlikoff - The World Bank's Approach and the Right Approach to Pension Reform, 1999

<sup>18</sup> Videti N. Barr and P. Diamond – The Economics of Pensions, Oxford Review of Economic Policy, No. 1/2006

je ima u praktičnom životu, dok se fundirani sistemi sa propisanim doprinosom zasnivaju na individualizovanom kreiranju bogatstva, budući da se radi u suštini o prinudnoj štednji, pa prelivanje od jednih ka drugima nije moguće.

Neke tendencije u svetu su očigledne. Prvo, priličan broj zemalja planira reforme, pošto su stari, državni penzijski sistemu (slični našem) u krizi ili, bar, u teškoćama. Drugo, težište penzijskih sistema postepeno se pomera sa fondova zasnovanih na jednakosti tekućih prihoda i rashoda (PAYG) na kapitalne, fundirane penzijske fondove. I treće, određivanje penzije prema unapred poznatoj formuli postepeno se zamenjuje utvrđivanjem visine doprinosa osiguranika i određivanjem penzije prema akumuliranim sredstvima samog osiguranika. U tom pravcu posebno brzo idu neke zemlje južne Amerike, istočne Azije i istočne Evrope, kod kojih je kriza penzijskih sistema najdublja.

Razlog postepenog prelaska sa PAYG na kapitalne penzijske sisteme leži, između ostalog, u troškovnoj prednosti ovih drugih. Naime, stvar je dosta jednostavne matematike da se dokaže da kapitalni penzijski fondovi traže manje stope doprinosa od PAYG sistema za obezbeđenje jednake penzije, a pod pretpostavkom da je stopa prinosa na kapital (kamatna stopa) viša od zbira stopa rasta zarada i rasta stanovništva. Da je stopa investicionih prinosa obično viša od zbira stopa rasta zarada i stanovništva jasno ukazuje ekonomska istorija sveta najmanje u poslednjih stotina godina. Da će slični odnosi važiti i u budućnosti verovatno obezbeđuje demografska tranzicija, koja će u razvijenom svetu, a i u našoj zemlji, dovesti do starenja i smanjenja broja stanovnika tokom sledećih decenija. Doduše, postoji i komplikacija ove računice, a to su tranzicioni troškovi prelaska sa PAYG na fundirani sistem kod zemalja koje imaju PAYG sistem. Naime, tada jedna generacija aktivnih osiguranika, ona koja radi u vreme tranzicije penzijskog sistema, mora podneti finansiranje daju sistema: staroga, a za poslojuće penzionere, i novog, za sebe. Drugim rečima, jasna troškovna prednost fundiranih sistema postoji kod penzijskih sistema, kada se polazi od nule, ali, ona nije izvesna kod zemalja koje već imaju penzijski sistem zasnovan na tekućem finansiranju.

Protiv prenošenja sadašnjih obaveza na budućnost, što sistem PAYG po definiciji čini, govori i načelo međugeneracijskog fer pleja, jer se ne može smatrati sasvim poštenim da jedna generacija ispostavlja svoje račune sledećoj ili sledećim, da im ostavlja dugove za novac koji ona troši i koji je trebalo da ona za sebe izdvoji. Uopšte, metod propisanog doprinosa se zasniva na čvrstoj vezi između uplata i penzije svakog pojedinca i praktično ne dozvoljava redistribuciju ni između generacija, ni unutar jedne generacije.

## DUGOROČNI PROBLEM I MOGUĆNOSTI REŠENJA

### Osnovni problem

Osnovni dugoročni problem sa demografskim promenama i finansiranjem penzije koji stoji pred društvom je već pominjan i jasan, ali da ga pogledamo u preglednom i potpunom obliku:

- u dugom roku će se povećavati učešće starijih lica u ukupnom stanovništvu, a još brže će se povećavati i pogoršavati odnos broja starijih lica i broja lica u radnoaktivnom dobu koji, pri sadašnjem penzijskom aranžmanu, finansiraju penzije starih generacija,
- ukoliko se starijem pojedincu obezbedi rast dohodaka jednak kao i mlađem, to će voditi povećanju učešća dohotka starijih generacija u ukupnom dohotku zemlje zbog povećanja učešća njihovog broja u ukupnom stanovništvu,
- takvo kretanje dohodaka zahteva povećani stepen opterećenja društvenog proizvoda penzijama, a time i permanentno povećavanje ili stope penzijskog doprinosa ili transfera iz budžeta;<sup>19</sup> takve promene ugrožavaju potrošnju mlađih, konkurentnost na svetskom tržištu i investicije, a što može usporiti ekonomski razvoj zemlje,
- usporavanje ekonomskog rasta neminovno vodi usporavanju rasta dohotka svih generacija, pa i onih starijih.

Ovakav scenario je za Srbiju neminovan u demografskom delu, a i u finansijskom ukoliko se ništa ne preduzeme. Finansijski efekti starenja će rasti tokom sledećih decenija, opterećujući svaku sledeću generaciju sve više i više i povratno negativno uticati na privredni rast.

Ovaj problem svakako nije specifičan samo za Srbiju. I mnoge druge zemlje sa niskim fertilitetom i manje ili više odmaklim procesom starenja stanovništva, a posebno one razvijene, razmatraju problem i traže rešenje unapred, želeći da preduprede ili, bar, umanje njegove nepovoljne posledice.

Razmišljanja se u razvijenim, i ne samo razvijenim zemljama uglavnom kreću u pravcu stvaranja rezervi u kapitalu iz kojih će se u budućnosti finansirati ili sufinansirati sve veće penzijske obaveze i na taj način ublažiti finansijske posledice starenja stanovništva.

Neke zemlje pribegavaju modelu Svetske banke, oslonjenom na (delimičnu) privatizaciju penzijskog sistema i stvaranje privatnih kapitalskih fondova koji će odgovoriti povećanim rashodima u budućnosti. Druge zemlje se i dalje pouzdaju u državni penzijski sistem, i pored privatnih penzijskih fondova, i uvode kapitalne rezerve u državni sistem težeći da kroz njih obezbede nužne rezerve za budućnost.

Da bismo stvorili osnovu za odlučivanje, u nastavku ćemo izneti opcije koje stoje pred Srbijom i njihove prednosti, nedostatke i rizike. Dosta ćemo se osloniti na iskustva drugih zemalja.

## Opcije za Srbiju

### I opcija: ne preduzimati ništa

---

<sup>19</sup> Ovde pretpostavljamo zadržavanje postojećeg sistema tekućeg finansiranja penzija.



Prva opcija je ne preduzimati ništa. Ona se temelji na uverenju da je penzijski sistem tokom poslednjih reformi dobro podešen, da se ne može dalje bitno unapređivati bez većih socijalnih i političkih troškova i da je potrebno sačekati izvesno vreme kako bi se, pošto se radi o dugoročnim procesima, pokazali puni pozitivni efekti dosadašnjih reformi. Time bi se, onda, bitno popravila finansijska pozicija i penzijskog sistema i penzionera i u srednjem i u dugom roku.

Tri osnovna činioca eventualnog unapređenja postojećeg penzijskog sistema kroz strategiju čekanja bila bi: smanjenje broja penzionera, promenjen način indeksacije penzija i opšti ekonomski napredak.

Prvo, *smanjenje broja penzionera* u srednjem roku, a kao efekat povišenja starosne granice u 2001. i 2005. godini. Na taj način će iz redovnog penzijskog sistema postepeno nestati najmlađe kategorije starosnih penzionera (žene do 60, muškarci do 65 godine), sa smanjenjem ukupnog broja penzionera. Efekat podizanja starosne granice svakako je važan sa finansijskog stanovišta i on donosi uštede i povećava održivost penzijskog sistema, ali ga više nego potire efekat produženja trajanja života.

Međutim, podizanje starosne granice predstavlja jednokratno rešenje, pa se po ispljivanju njegovih efekata penzijski sistem ponovo vraća na nepovoljnu putanju, doduše na nešto povoljnijem nivou, tj. sa nešto manje penzionera u sistemu. Ali, demografske promene deluju i dalje u istom nepovoljnom pravcu.

Drugo, *promenjen način indeksacije penzija*, sa troškovima života kao jedinom varijablom u dužem roku.

Održavanje ovog metoda indeksacije u dugom roku bi najverovatnije rešilo sve finansijske probleme penzijskog sistema Srbije, ali je teško verovati da je jedan takav indeksacioni mehanizam održiv u dugom roku, o čemu je već bilo reči. Zaista nije realno pretpostaviti da je moguće držati penzionere, tj. stariju populaciju jedne zemlje u razvoju na istom ili sličnom nivou realnog dohotka tokom nekoliko decenija. Tako je Demokratska stranka, kojoj je pripalo mesto ministra nadležnog za penzijska pitanja, već tokom predizborne kampanje za izbore januara 2007. godine, najavila povratak švajcarske formule.

Treće, *opšti ekonomski napredak*, koji povećava kako zaposlenost, tako i prosečne zarade, što puni kase penzijskog sistema i olakšava njegovu finansijsku poziciju. I zaista, ekonomski napredak je najbolje sredstvo za poboljšanje položaja svih velikih grupa u društvu, pa i penzionera. No, ukoliko prihvatimo zahtev da penzioneri ravnopravno, tj. podjednako učestvuju u plodovima razvoja, tada ekonomski rast ne rešava problem. Jer, tada pomenuti demografski mehanizam dovodi do povećanja učešća penzionera u društvenom proizvodu zemlje, sa nepovoljnim posledicama.

Kako vidimo, opcija čekanja teško da može da reši problem, već će ga verovatno otežati propuštanjem da se na vreme, ili bar što ranije, učini nešto korisno. Preciznije kvantifikacije za sada nisu moguće jer ne postoji pouzdan ekonomski model privrede Srbije sa razvijenim penzijskim blokom, a bez takvog modela nijedna prognoza se ne sme

upustiti u precizne kvantitativne ocene. Ipak, i bez njih navedene opšte tendencije su dovoljne za izvođenje pouzdanih globalnih i suštinskih zaključaka

Opcija čekanja je ponekada politički najrealnija, čak i onda kada postoje bolje, ali koje donose, sa jedne strane, rizike neuspeha ili delimičnog neuspeha i, sa druge strane, preraspodele dobitaka i gubitaka za koje se veruje da ih vlada politički teško može podneti. Drugim rečima, ova opcija je najbliža političarima onda kada su ostale mogućnosti komplikovane ili rizične. Nečinjenje, međutim, obično nije najbolja politika sa stanovišta aktivnih osiguranika, penzionera i/ili budžeta.

Pitanje je kakve bi efekte donela strategija čekanja tokom sledećih godina i decenija. Na žalost, mi to ne možemo sa pouzdanjem da prognoziramo jer ne raspolažemo ekonomskim modelom privrede Srbije sa razvijenim penzijskim blokom. A bez takvog modela nijedna prognoza se ne sme upustiti u kvantitativne ocene.

Ali, da je situacija kritična već smo pokazali: učešće penzijskog sistema u društvenom proizvodu (GDP) je priličnih 13,8 procenata. Ukoliko se tendencija brzog rasta ovog učešća nastavi u doglednoj budućnosti, penzijski sistem, i sa njim cela ekonomija Srbije, doći će u ozbiljnu krizu.

Na srednji rok će kretanje obima penzijskog računa i njegovog učešća u društvenom proizvodu zavisiti od tri faktora:

1. kretanja broja penzionera, koji će se verovatno smanjivati tokom sledećih godina zbog ranije podignute starosne granice,
2. kretanja zarada u Srbiji, koji je uzrokovao brzi rast učešća penzija u društvenom proizvodu poslednjih godina i koji će verovatno nastaviti svoj rast, zajedno sa ekonomskim napretkom zemlje, i
3. indeksacionog mehanizma, koji je uzrokovao visok rast penzija i izdvajanja za penzije u prethodnom periodu.

## II opcija: dalje promene u restriktivnom pravcu

Druga moguća reakcija na mogućnost dugoročnog pogoršanja pozicije penzijskog jeste promena osnovnih parametara sadašnjeg penzijskog sistema u restriktivnoim smeru. Za takve promene, međutim, ostalo je malo mesta posle poslenjih promena penzijskog sistema iz 2005. godine.

Starosna granica za odlazak u penziju pomerena je na 65 godina za muškarce, što je, verujemo, za duži rok maksimum koji se može prihvatiti ne samo iz političkih razloga, već i, što je još važnije, iz socijalnih. Jer, prilikom određivanja te granice, mora se imati u vidu kako zdravstveno stanje građana Srbije u tim starosnim kohortama, koje nije na nivou razvijenih zapadnih zemalja, tako i očekivano trajanje života, koje je bitno kraće nego na zapadu. Povećanje starosne granice ima svoju granicu: za eventualno dalje podizanje starosne granice za muškarce potrebno je sačekati dovoljno vremena, verovatno najmanje dve-tri decenije, da se zdravstveni uslovi podignu na nivo današnjih američkih ili

norveških kako bi se moglo krenuti u dalje podizanje starosne granice sa 65 na maksimalnih 67 godina, kako su to u poslednje vreme učinile ove zemlje. A kada se jednom dostigne taj maksimum, dalji razvoj događaja je opet nepovoljan i kreće se po poznatim šemama: povećanje učešća starih u ukupnoj populaciji, sa već pominjanim posledicama.

Kod indeksacije penzija teško da postoji veći manevarski prostor za dalje usporavanje rasta realnih penzija, posebno dok su na ovom nezavidnom nivou. Naime, postojeći mehanizam indeksacije će, posle isteka tranzicionih rešenja, dovesti do dugoročnog smanjivanja odnosa prosečne penzije i prosečne zarade u Srbiji. Ali, kao što je već navedeno, teško je verovati da će se postojeći indeksacioni mehanizam dugo održati jer je on zgodan za popravljavanje finansijskog položaja fonda u kraćem roku, ali, kao veoma restriktivan za penzionere, nije pogodan za jednu zemlju u razvoju.

Finansijski položaj penzijskog sistema može se popraviti jednim potezom pera: povećanjem stope penzijskog doprinosa. Međutim, taj se put obično izbegava, posebno u zemljama u kojima je već visok, a iz dobrih razloga. Prvi je smanjenje konkurentnosti domaće privrede pred stranom konkurencijom, a zbog poskupljenja radne snage. Zbog toga se smanjuje i atraktivnost zemlje kod potencijalnih stranih investitora. Drugi je smanjenje zaposlenosti, odnosno njen, makar delimični, prelazak u sivu ekonomiju. Iskustva Svetske banke kažu da se kod stopa doprinosa od preko 20 procenata veoma pojačava neplaćanje doprinosa, uključujući i beg zaposlenih iz formalne u sivu ekonomiju.<sup>20</sup>

Jedini ozbiljan kandidat za restriktivniju politiku u narednom periodu može biti starosna granica za penzionisanje žena. Ona je sada u Srbiji za pet godina niža nego kod muškaraca, što je očigledno nepravedno i što se u znatnom delu sveta, a posebno u razvijenim zemljama, napušta. Na primer, u Sloveniji je razlika od pet godina između muškaraca i žena, nastala kao i u Srbiji u vreme SFRJ, promenama iz 1999. godine smanjena na dve, sa tranzicionim periodom. Prepreke za ovu promenu su u Srbiji isključivo političke prirode, odnosno odsustvo spremnosti dosadašnjih vlada da se suoče sa eventualnim protestima žena.

### III opcija: reforma prema modelu Svetske banke

Sledeća mogućnost reformisanja penzijskog sistema Srbije jeste model Svetske banke. Banka je, oslanjajući se na pozitivno iskustvo Čilea sa privatizacijom penzijskog sistema iz 1980-tih godina, formulisala svoj model početkom 1990-tih, najbolje ekspliciran u knjizi *Averting the Old-Age Crisis* iz 1994. godine.<sup>21</sup> Ova knjiga izazvala je revoluciju u razmišljanju o penzijskim sistemima širom sveta, kako u akademskim krugovima, tako i u vladama, međunarodnim organizacijama i medijima.

Osnovni model Svetske banke imao je tada, a ima i sada tri tzv. stuba:

---

<sup>20</sup> Old Age Income Support in the 21st Century, The World Bank, 2005

<sup>21</sup> *Averting the Old-Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth*, The World Bank and Oxford University Press, 1994

- državni, nefundiran, zasnovan na tekućem finansiranju i skroman po obimu,
- obavezan privatni, fundiran kapitalom, zasnovan na pravilu propisanog doprinosa i individualnih štednih računa i osnovni za osiguranje dohotka u starosti i
- dobrovoljni privatni, bilo da je kompanijski, bilo sa individualnim štednim računima.

Tri osnovna motiva za takvu arhitekturu penzijskog sistema bili su:

- Jasno razlikovanje između dva cilja: redistributivnog (državni stub) od nadoknade dohotka, odnosno ujednačavanja potrošnje tokom celog života (obavezan fundiran privatni sistem),
- diverzifikacija rizika, gde se ne bi sva prava pojedinca na penzijsko osiguranje našla samo u jednoj instituciji i bila podložna istom političkom, demografskom i ekonomskom riziku,
- bolje izbegavanje finansijske neodrživosti i smanjenje negativnih efekata penzijskog osiguranja na individualnu štednju u odluke o ponudi radne snage.

Desetak godina posle *Averting the Old-Age Crisis*, Svetska banka je izašla 2005. godine sa novim kompletnim pregledom sopstvenih stavova o penzijskim sistemima i, šire, podršci dohotku starih ljudi, a u knjizi *Old Age Income Support in the 21st Century*. Knjiga se zasniva na oceni sopstvenog i tuđeg iskustva na reformama penzijskih sistema u dužem vremenskom razoblju i na oceni rezultata teorijske diskusije koja se vodi poslednjih godina između zastupnika grupe srodnih modela (Svetska banka, Čile i drugi) koji zastupaju ideju obaveznog privatnog fundiranog stuba i kritičara te klase modela (Stiglitz, Barr, Diamond i drugi).

Banka i dalje podržava model sa više stubova, ali sada sugeriše proširenje sa još dva stuba: 'nultim', koji obuhvata transfere starima koji nisu zasnovani na ranijim doprinosima penzijskom osiguranju (socijalna penzija ili socijalna pomoć), i 'četvrtim', koji obuhvata neformalne i porodične transfere, uključujući stanovanje i zdravstvenu zaštitu.

Ipak, banka i dalje u uže definisanom penzijskom sistemu podržava model sa tri stuba. Zagrejanost za stari model je, međutim, znatno manja nego ranije. Sada se taj model ne smatra nacrtom (blueprint) reforme koju zemlje klijeti treba da sprovedu, već okvirom (benchmark) koji mora imati u vidu specifičnosti situacije u datoj zemlji, od obima i karakteristika postojećeg državnog modela, preko vladinih administrativnih kapaciteta do fiskalnih i drugih ekonomskih i socijalnih okolnosti.

Još važnije i zanimljivije, Svetska banka je pokazala osetljivost na kritike iz teorijskog i empirijskog pravca, pa je relativizovala i donekle izmenila koncepcijske sugestije. Tako za zemlje u kojima postoji veliki nefundiran PAYG sistem sa visokom pokrivenošću populacije i visokim implicitnim penzijskim dugom,<sup>22</sup> kakva je Srbija, više nije sigurno da

---

<sup>22</sup> Implicitni penzijski dug predstavlja zbir obaveza države (i njenog penzijskog fonda) prema aktivnim osiguranicima za penzijska prava koja već stekli (godine radnog staža i uplate doprinosa) i prema penzionerima za penzije koje treba da prime do kraja života.

je dobro preći na drugi, fundirani stub. Za te zemlje, kaže se u izveštaju, 'neto korist velikog pomaka prema fundiranju ne mora da bude pozitivna'.<sup>23</sup>

Ublažavanje pozicije Svetske banke uopšte ne znači da su one ideje za koje se banka ranije zalagala (fundiranje, propisani doprinos, privatizacija) loše same po sebi, već da je banka, sa jedne strane, napustila previše zagriženu poziciju u korist realističnije i, sa druge strane, da je njena prvobitna pozicija bila ne u svakom detalju tačna. Ipak, sada fleksibilniji model koji sada zastupa Svetska banka i dalje predstavlja ozbiljnu reformsku opciju prilikom razmišljanja o unapređenju penzijskog sistema.

Reforme izvedene po ovom modelu izvedene su u više zemalja: u 12 iz Latinske Amerike i 10 iz Evrope i centralne Azije. Zemlje Latinske Amerike (Argentina, Meksiko, Peru, Urugvaj itd) započele su reforme prvenstveno se ugledajući na uspešan primer Čilea, koji je i započeo revoluciju u penzijskom osiguranju sa obaveznim penzijskim osiguranjem u čvrsto regulisanim privatnim fondovima. U istočnoj Evropi i centralnoj Aziji (Poljska, Mađarska, Hrvatska, Bugarska, Slovačka, Kazahstan itd) uticaj Banke bio je znatan. U pojedinim zemljama reforma je zastala još u zakonodavnoj fazi (Rusija, Ukrajina), a u nekima je osporena i dovedena u pitanje (Rumunija).<sup>24</sup>

Srbija za sada nije donela odluku da reformiše penzijski sistem prema modelu Svetske banke. Ta je opcija razmotrena 2002. godine u Vladi Srbije i nije prihvaćena, a zbog nedovoljnih administrativnih kapaciteta države, nerazvijenosti tržišta kapitala i nerazrešenih načelnih nedoumica.

Ipak, u Srbiji je učinjen pomak prema bančinom modelu kroz, prvo, parametarsku reformu državnog osiguranja, a u pravcu smanjenja prava (kasnije penzionisanje, zaoštavanje invalidskog osiguranja, nepovoljnija indeksacija i slično), čime je smanjen tzv. implicitni dug (ili tranzicioni trošak) i olakšana eventualna tranzicija na drugi fundirani stub, i, drugo, kroz uvođenje dobrovoljnog penzijskog osiguranja sa individualnim penzijskim računima, koji ne samo da je deo modela Svetske banke, već je i vežbalište za drugi, obavezni privatni stub.

U Srbiji, drugim rečima, još uvek nisu zatvorena vrata reformi penzijskog osiguranja ni u jednom pravcu. Može buduća orijentacija biti oslonac na drugi stub Svetske banke, a može biti i dalja dominacija državnog, nefundiranog, ali unapređenog fonda, uz širenje dobrovoljnog penzijskog osiguranja po preduzećima.

#### IV opcija: kapitalizacija postojećeg penzijskog sistema

Četvrta opcija, koja je i predmet analize u ovoj studiji, jeste fundiranje penzijskog osiguranja u Srbiji, odnosno kapitalizacija državnog penzijskog sistema i stvaranje finansijske rezerve iz koje bi se mogle, bar delimično, finansirati buduće, a sve veće, obaveze prema penzionerima. Osnovna institucija u tom smislu bio bi novi investicioni

<sup>23</sup> Old Age Income Support in the 21st Century, The World Bank, 2005, str. 50

<sup>24</sup> Old Age Income Support in the 21st Century, The World Bank, 2005, str. 141-144

fond. Sredstva u tom fondu bi, bez obzira na odabrani način njegovog inicijalnog i kasnijeg punjenja, donosila prinose od ulaganja u hartije od vrednosti domaćeg i stranog porekla (akcije, obveznice itd), a fond bi, u trenutku kada se to oceni oportunistički, počeo da (su)finansira penzijske obaveze PIO fonda. Znači, iz jednog dopunskog kapitalnog fonda moguće je na lakši način finansirati sutrašnje penzije nego bez njega.

Stvaranjem i korišćenjem takvog penzijskog fonda bi se ujednačio teret finansiranja penzijskog osiguranja različitih generacija, tj. povećao teret onih koji bolje prolaze (sadašnji penzioneri i sadašnji aktivni osiguranici), a popravio položaj budućih generacija, dakle onih koji bi inače podnosili sve veći teret. Da teret penzijskog osiguranja stalno raste u PAYG sistemu nema dileme. Zamislimo državni čist PAYG penzijski sistem u kome se stalno povećava odnos broja penzionera i broja aktivnih osiguranika i u kome se vrši indeksacija penzija zaradama. U takvom sistemu stopa doprinosa mora permanentno da raste da bi se isfinansirale penzije. A rast stope doprinosa znači da svaka nova aktivna generacija prolazi lošije od prethodne, što, drugačije rečeno, znači da svaka generacija manje uplaćuje penzijskom sistemu nego što od njega dobija, pri čemu razliku plaća sledeća generacija. Znači, ne samo načelo finansijske održivosti, već i načelo pravednosti govori u prilog stvaranja jednog takvog fonda.

Koncept sa rezervnim, fundiranim fondom nije ni originalan, ni nov. Poznat je u teoriji penzijskog osiguranja oduvek, a koristi se u većem broju zemalja, kako u razvijenim, tako i u razvoju. Danas u preko šezdeset zemalja postoji državni, delimično fundirani penzijski fond. Iskustva sa ovakvim rezervnim fondom su različita, ali je očigledan porast njihove i popularnosti i uspešnosti u razvijenim zemljama u poslednjoj deceniji.

Ova, za naše prilike nova ideja odmah nameće broja važna pitanja: da li se i šta dobija stvaranjem ovog fonda, odakle inicijalni novac, iz kog se izvora kasnije povećava njegov obim, ko i kako upravlja njime, kako ga zaštititi od preteranog političkog uticaja, da li i kako ograničiti smerove njegovog investiranja, kada počinje korišćenje novca ovog fonda za penzije i slično. Odgovorima na ova pitanja posvećen je nastavak ove studije.

## Drugo poglavlje

# DRŽAVNI FONDOVI

## O KAPITALIZACIJI JAVNIH FONDOVA<sup>25</sup>

Retko ko danas spori da je bar delimično fundiranje penzijskog sistema dobra strategija za suočavanju sa dugoročnim demografskim izazovima. Osnovna ideja – stvaranje imovine/kapitala/rezervi, a još uz investicione prinose od tog kapitala koji će olakšati snošenje povećanog tereta finansiranja u budućnosti – danas je široko prihvaćeni stav i u akademskim krugovima, i u vladama, i u međunarodnim organizacijama. Kada se budućim generacijama prenose znatne penzijske obaveze za prethodne generacije, logično je da im se prenese i makar jedan deo kapitala kojim će pokriti te obaveze, a koji će u međuvremenu još biti uvećan investicionim prinosima.

Razlike načelne prirode uglavnom se javljaju na sledećem koraku, kada se postavi pitanje ko će i na koji način stvoriti i voditi taj rezervni kapitalni fond: država ili privatni sektor. Centralno pitanje je može li državni fond postići najmanje jednaku efikasnost raspolaganja i investiranja kao privatni ili će se uobičajene slabosti državnog upravljanja privrednim firmama i poslovima i ovde ispoljiti, sa vrlo negativnim posledicama. U različitim zemljama se daje različit odgovor na ovo pitanje, a mi ćemo u nastavku pogledati kakve se sve mogućnosti, rizici i rešenja za predupređivanje tih rizika kod javnih kapitalskih fondova javljaju kako u literaturi tako i u praktičnom životu.

Državni fundirani fondovi poseduju dve načelne prednosti nad privatnim fondovima iz modela sa više stubova (Svetske banke):

- bolju zaštitu od rizika, a zbog većeg broja pojedinaca uključenih u osiguranje; naime, kod svakog osiguranja, pa i penzijskog, veći broj uključenih pojedinaca u osiguranje omogućava bolju procenu rizika i nižu premiju osiguranja na osnovu delovanja zakona velikih brojeva; sa ovog stanovišta, najefikasnije osiguranje je ono koje obuhvata celu populaciju, čemu je najbliže obavezno osiguranje sa jednim osiguravajućim društvom, kao kod državnog penzijskog osiguranja,
- znatno niže administrativne troškove po jedinici (po osiguraniku, po dinaru prometa itd); jer, kod privatnih penzijskih fondova, kako pokazuju empirijska istraživanja, troškovi funkcionisanja su dosta visoki (reklama, administracije

---

<sup>25</sup> Videti bliže R. Palacios - Managing Public Pension Reserves, Part II: Lessons from Five Recent OECD Initiatives, The World Bank, SPDPS No.0219, July 2002; K. Weaver - Whose money is it anyhow?: Governance and social investment in collective investment funds, Center for Retirement Research at Boston College, WP 2003-07, May 2003; G. Impavido - On the Governance of Public Pension Fund Management, The World Bank, WPS 2878, August 2002; A. Iglesias and R. J. Palacios - Managing public pension reserves, Part I: Evidence from the international experience, The World Bank, Pension Reform Primer, January 2000; J. Carmichael and R. Palacios - A Framework for Public Pension Fund Management, Paper presented to 2nd Public Pension Fund Management Conference, World Bank, Washington DC, May 5 – 7, 2003

velikog broja fondova kao 700 u Švedskoj, troškovi transfera doprinosa, evidencija itd); u državnim fondovima ovi troškovi su znatno niži zahvaljujući ekonomiji obima.

Ovde je potrebno podvući važnosti investicija i investicionog prinosa kapitala fonda, jer se u dugom roku iz prinosa može dobiti pretežan deo vrednost kapitala. Drugim rečima, za stvaranje velikog fonda za, na primer, pola veka znatno je važnije ostvariti dobre prinose nego inicijalno uložiti veliku sumu novca. Na primer; ukoliko se postigne prinos od 10% godišnje, što je normalan prinos na tržištima kapitala u svetu, tada će inicijalno uložena suma predstavljati samo 1% vrednosti kapitala fonda na kraju pete decenije.

U oko šezdeset zemalja u kojima postoji državni penzijski sistem postoje i znatne državne rezerve finansijskih sredstava za buduće penzijske obaveze. Znači, u tim zemljama se država potrudila da stvori zalihe kapitala radi održanja penzijskog sistema u zdravom stanju u daljoj budućnosti. U nekima od njih fundiranje je delimično, tj. prikupljeni kapital je nedovoljan i biće nedovoljan za pokriće svih budućih obaveza, pa će se kombinovati prihodi od tekućeg finansiranja sa sredstvima iz kapitalnog fonda za pokriće budućih penzija. U nekim drugim zemljama se pokušava fundiranjem pokriti sav nivo budućih obaveza, znači planira se buduće finansiranje penzija bez tekućih prihoda.

Prvo pitanje: šta da bude mandat (ili zadatak) fonda?

Odgovor na ovo pitanje svakako definiše karakter javnog fundiranog fonda i njegovu buduću poslovnu aktivnost. Naoko, dileme nema, jer je svrha postojanja fonda obezbeđenje novca za finansiranje budućih penzijskih obaveza, ali je iskustvo tokom poslednjih decenija ukazalo na važne razlike koje se tim povodom mogu pojaviti.

Jedna čista mogućnost je maksimizacija investicionih prinosa, naravno uz dužnu pažnju za nivo rizika koji donose investicije. To podrazumeva uglavnom aktivnu investicionu politiku, sličnu privatnim penzijskim fondovima i drugim investicionim firmama. Ukoliko je mandat maksimizacioni, nazovimo ga i komercijalni, tada nema mesta za duge obzire ili ciljeve koje država može imati, kao što su socijalni, šire ekonomski, regionalni, politički i svaki drugi. Odabir ovog mandata znači da će kapital fonda biti korišćen na visoko profesionalan način, uz poštovanje svih razumnih pravila investiranja na finansijskim tržištima.

Druga mogućnost je pokušaj kombinovanja komercijalnog motiva sa drugim socijalnim, ekonomskim, političkim i drugim ciljevima. Država, može, a ponegde to i radi (kanadski Kvebek), da u mandat fonda uključi, na primer, obavezu fonda da investira svoje viškove u prioritetne industrijske sektore ili stanovanje ili projekte važne sa stanovišta zaposlenosti, da zabrani neke investicije (na primer, investicije u duvansku industriju, u neke zemlje, u projekte sporne sa stanovišta životnog okruženja itd), da forsira investicije u lokalne državne obveznice i slično, što sve obara stopu prinosa i šteti onima u čije se ime fond kapitalizuje.



Sa stanovišta finansiranja penzijskih obaveza svakako je povoljniji isključivo komercijalni mandat, pošto će se buduće penzijske obaveze uvek bolje finansirati iz većeg nego iz manjeg kapitala fonda. Stoga države koje nemaju ambicioznu ekonomsku politiku i uzdržavaju se od velikog intervencionizma preferiraju čist komercijalni mandat, odnosno maksimizaciju penzijske funkcije investicionog penzijskog fonda. Primere takvog mandata nalazimo kod fondova nekih razvijenih zemalja, kao što su Kanada, Irska, Novi Zeland ili Švedska.

Kada su vlade sklone intervencionističkoj ulozi u ekonomskom životu zemlje, one umeju da tu ulogu ispolje i kod investicionog penzijskog fonda kome, pored stvaranja penzijske rezerve, stave u zadatak i nešto drugo, na primer podsticanje ekonomskog razvoja ili unapređenje socijalnog stanja zemlje. Takva rešenja kasnije omogućavaju široko usmeravanje sredstava fonda u projekte koji obično ne vode maksimalnom rastu kapitala fonda, a i pitanje je njihove generalne ekonomske opravdanosti. Drugim rečima: ova je orijentacija nepovoljna sa stanovišta finansiranja penzijskog osiguranja, a nije izvesno da li je dobra sa ostalih stanovišta. Da je nepovoljna sa finansijskog, lako se pokazuje poređenjem dvaju putanja: ukoliko u jednoj fond ima godišnji prinos od 5%, a u drugoj od 10%, ova druga će doneti dvostruko veći obim kapitala nego prva već za 18 godina. Šta je bolje sa stanovišta finansiranja penzija?

Nema sumnje da je uključenje drugih, nepenzijskih motiva u poslovanje državnog fundiranog fonda štetno po cilj obezbeđenja ili olakšanja finansiranja budućih penzijskih obaveza.

Drugo pitanje: kako koristiti mogućnost investiranja u državne obveznice?

Ove obveznice svakako spadaju među najsigurnije investicije, tj. visoka je verovatnića da će investitor ostvariti kako povrćaj glavnice, tako i projektovani prinos, što sa mnogim drugim hartijama od vrednosti nije tako izvesno. Sa stanovišta sigurnosti ulaganja državne obveznice, znači, nemaju premca među vrednosnim papirima i stoga predstavljaju veoma ozbiljnog kandidata za svakog investitora kome je sigurnost plasmana visoko na listi prioriteta, kao što svakako jeste penzijskim fondovima.

Vrlina visoke sigurnosti državnih obveznica uvek je, na žalost investitora, praćena niskim prinosima, odnosno niskom kamatnom stopom na te hartije. I to je jedno od pravila na finansijskim tržištima: rizik i cena idu zajedno, tj. što je rizik veći to je viša cena; svakako, važi i obrnuto: što je rizik niži, kao kod državnih obveznica, to je niži prinos.

Na savršenim finansijskim tržištima visina prinosa je direktna kompenzacija za visinu rizika (što je veći rizik, to je veći prinos), pa je svejedno u koju se hartiju investira: očekivani prinos je uvek jednak. U zemljama sa nesavršenim tržištima, što svakako jesu zemlje u razvoju (i Srbija), ta veza rizika i cene nije savršena, pa nije ni svejedno u koju se hartiju investira. Drugim rečima, tu postoji manevarski prostor za vešto investiranje i zaradu od veštine investiranja.

Poseban problem može doneti ona vlada koja izdaje obveznice sa niskim, ispod tržišnim prinosom, a koje zatim prinudnim ili polu prinudnim načinima utrapljuje državnim ili kvazidržavnim institucijama, kakav je i državni investicioni penzijski fond sa rezervnim kapitalom. Rizik da i najbolje zamišljen penzijski fond završi sa velikom količinom državnih obveznica sa niskim prinosom realna je u mnogim zemljama i to predstavlja veliku opasnost za svaki takav fond i njegovo dugoročno finansijsko zdravlje.

Investiranje kapitala penzijskog fonda u državne obveznice ne mora biti i često nije produktivno, pošto se time pokriva deficit državnog budžeta. Drugim rečima, sa stanovništa ekonomskog razvoja zemlje pitanje je da li je dobro da se prišteđeni kapital ulaže u pokrivanje budžetskog deficita i tako smanjuju nacionalna štednja i investicije.

Štaviše, stvaranje fundiranog penzijskog fonda koji poseduje viškove sredstava spremnih za ulaganja može da predstavlja podsticaj (ili mamac) državi da još više poveća deficit i oslabi budžetsku disciplinu, pošto se na dohvat ruke nalaze raspoloživa, a prilična sredstva penzijskog fonda. A jednom, kada se krene putem zaduživanja države kod penzijskog fonda, lako se stekne navika i sve više i lakše uzima.

Kada se propiše obaveza plasiranja sveg kapitala fonda u državne obveznice, ili kada se to i bez propisa vrši u praksi, postavlja se pitanje karaktera celog aranžmana, budući da je onda pitanje da li fond i dalje suštinski postoji ili se radi samo o jednom državnom računovodstvenom odeljenju. Takav je primer SAD, gde se sav višak prihoda penzijskog fonda iznad rashoda automatski plasira u državne obveznice. Kada se bolje pogleda ceo aranžman, dobija se sledeća slika: država koristi sav višak kao deo redovnog budžeta, a penzijski sistem je i dalje zasnovan na tekućem finansiranju budući da rezervnog kapitala nema, a da postoji obećanje države da će isplatiti sva potrebna sredstva za buduće penzije. Baš kao u sistemu sa tekućim, PAYG finansiranjem.

Treće pitanje: kako sprečiti verovatno negativan uticaj države?

U prethodna dva pitanja pomenute su dva važna potencijalna razloga za niske prinose penzijskog fonda u kome se stvaraju i drže rezerve penzijskog sistema. Pitanje se može postaviti na opštiji način: kako otkloniti ili, bar, umanjiti mešanje države i zasnovati funkcionisanje fonda na načelima zdravog investiranja i profesionalnim standardima.

Opasnost od države može doći iz više različitih pravaca, gde je svaki opasniji od drugog:

1. od pogrešne koncepcije sa investiranjem u socijalne, ekonomske, političke i druge smerove, o čemu je bilo reči,
2. od niskog profesionalnog nivoa upravljača fonda, verovatno poteklog od partijskih motiva pri njihovom izboru i postavljanju,
3. od politizovanih i pogrešnih investicija, proisteklih bilo od uticaja političko-ekonomskih lobi grupa i drugih oblika korupcije, bilo iz razloga demagogije i predizborne kombinatorike, bilo iz lične koristi.

Ove opasnosti nisu samo teorijske prirode, već se često javljaju i u praktičnom životu. Iz empirijske analize jednog novijeg istraživanja proističe zaključak da su javni fundirani fondovi u svetu, u proseku gledano, tokom 1980-tih i prvoj polovini 1990-tih godina imali niske prinose, što je svakako nepovoljno za osnovnu namenu ovih fondova. Uzrok ovih slabih rezultata je to što su javni penzijski fondovi bili podvrgnuti seriji restrikcija u poslovanju od strane države proisteklih iz nepenzijskih ciljeva vlade. Naime, država često nameće penzijskim fondovima investicione strategije koje nisu usmerene na maksimizaciju investicionih prinosa, već na neke druge ekonomske i socijalne ciljeve, kao što su industrijske investicije, regionalni razvoj, jeftino stanovanje i slično. Još veća opasnost po pronose fondova leži u težnji države da viškove u ovim fondovima upotrebi za pokrivanje sopstvenog budžetskog deficita, a po niskim kamatanim stopama. Takve investicije obično produkuju prinose koji su ispod kamata na bankarske depozite i gotovo sve ispod stope rasta lokalne ekonomije, dok, sa druge strane, privatni penzijski fondovi obično ostvaruju stope prinosa koje su više od stopa ekonomskog rasta.

Niske stope prinosa kod mnogih javnih fondova kroz više decenija svakako imaju vrlo negativne efekte ne samo na finansiranje penzija, nego i za ukupan ekonomski rast zemalja u pitanju. Osiguranci su oštećeni time što moraju da plaćaju veće doprinose nego što bi morali i što primaju niže penzije nego što bi mogli. Pored toga, preusmeravanje jednog važnog izvora dugoročne štednje u projekte sa niskim stopama prinosa ili u povećanu državnu potrošnju predstavlja važan oportunitetni trošak za ekonomiju u celini, tj. bačen novac koji se mogao korisnije upotrebiti. Na taj način je privatno tržište kapitala lišeno potencijalno važnog izvora finansijskih sredstava, a bolji projekti finansiranja.

Slabi rezultati mnogih državnih fondova u ranijem periodu naveli su neke razvijene zemlje da preispitaju strategiju neposrednog upravljanja fundiranim fondom od strane državnih službenika i da, u okvirima problema principal-agent, potraže rešenje u pretvaranju fonda od državne u nezavisnu instituciju, zasnovanu na profesionalnim standardima investiranja i, šire, funkcionisanja. Ideja je da se fond izvuče iz neposredne politike, gde će parijski obziri i koprišćenje kapitala fonda u političke svrhe biti verovatna opcija, i postavi u režim u kome država poseduje uglavnom okvirnu regulatornu ulogu i odlučuje o strateškim pravcima funkcionisanja, dok se neposredno upravljanje i investiranje sklanja iz političkog vidokruga. To u stvari znači pokušaj maksimalnog usvajanja strategija i prakse dobro razvijenog privatnog penzijskog sektora. Ovim putem su u poslednjih desetak godina krenulo više zemalja, uglavnom razvijenih (Kanada, Irska, Švedska, Francuska, Japan itd), ali i u razvoju (Kina). Rezultati su vrlo obećavajući, bar u prvoj fazi njihovog rada, o čemu će još biti reči.

Opštije posmatrano, razlike u funkcionisanju između javnih i privatnih fondova u svetu sve su manje. Kod privatnih fondova država obično vrši tri važne funkcije, trudeći se da zaštiti osiguranike i penzionere od nepotrebnih rizika i zloupotreba u vrlo dugom roku, u kome svakako operiše penzijsko osiguranje:

- reguliše privatne fondove u opštem smislu (organizacija, upravljačka struktura, obavezne rezerve, prudencijalna regulativa itd) i nadzire sprovođenje te regulacije u praksi;

- propisuje manje ili više čvrste okvire investicione politike, odnosno limite do kojih se mogu finansirati pojedini oblici aktive, a radi smanjenja investicionog rizika;
- pruža garancije osiguranicima i penzionerima da će ih zaštititi u slučaju propasti privatnog penzijskog fonda.

Sa druge strane, državni fundirani fondovi mogu biti u znatnoj meri 'privatizovani' po načinu na koji funkcionišu:

- mogu ih voditi nezavisna i profesionalna tela, kao što vode druge nezavisne agencije u modernoj organizaciji državnih funkcija,
- mogu imati komercijalan mandat kod investiranja, tj. zadatak im može biti jednak kao privatnim fondovima: maksimizacija prinosa,
- mogu angažovati profesionalne privatne investicione menadžere (investicione kuće) koje će konkretno i praktično investirati novac fonda u skladu sa principima privatne investicione politike.

Analogija između privatnih i državnih fondova je, ipak, daleko od savršene. Razlike su brojne i idu od različitih stauta i različitog supervizora, pa preko različitog načina finansiranja i različitog cilja do različite odgovornosti onih koji odlučuju.

No, cilj upravljanja državnim fondovima je zadržavanje nekih suštinskih prednosti javnih institucija uz njihovo imitiranje pravila ponašanja privatnih fondova u investicionoj sferi kako bi se dostigla maksimalna investiciona efikasnost. Da bi se to postiglo potrebno je u potrebnoj meri oponašati i samu institucionalnu izgradnju i načine funkcionisanja privatnih fondova.

#### Četvrto pitanje: kako obezbediti efikasnost fondova?

Institucionalna izgradnja javnih penzijskih fundiranih fondova zasnovana je kako na njihovom iskustvu, često nepovoljnom, tako i na iskustvu privatnih fondova i rešenjima koja su u tom sektoru dala dobre rezultate. U nastavku ćemo pogledati osnovne institucionalne dileme koje se javljaju kod ovih fondova, kao i mogućnosti i ograničenja izbora između njih.

#### Upravljanje

U najširem smislu upravljanje se odnosi na institucionalne strukture i procese upotrebljene u usmeravanju i menadžmentu poslova penzijskog programa, a u skladu sa najboljim interesima učesnika u programu. Strukture i procesi definišu podelu nadležnosti i ustanovljavaju mehanizme koji obezbeđuju polaganje računa svih.

Opšti okviri upravljanja i najvažnija rešenja standardno se propisuju zakonom, dok se detaljna pravila mogu uvesti podzakonskim aktima ili aktima samog fonda. Javni penzijski fondovi su obično predmet drugačijih zakona nego privatni, mada se u poslednje vreme u nekim zemljama investicioni javni fondovi u pojedinim funkcijama podvrgavaju istim pravilima kao privatni, što se smatra napretkom.

Osnovnu ulogu u upravljanju rezervnim, fundiranim fondom uvek ima neki odbor, zvaao se on upravni ili nekako drugačije. Taj odbor – zvaćemo ga upravni da bi bilo jasno o čemu se radi – dobija zakonom propisane nadležnosti upravljanja i odgovornost za upravljanje investicionim fondom. On, dakle, vodi fond i polaže račun državi. Odluke koje donosi su strateške prirode, naravno osim onih koje su propisane zakonom, a postavlja i menadžment fonda i nadzire njegov rad.

Uobičajene su dve konfiguracije upravnog odbora: reprezentativna i profesionalna. Reprezentativni odbor nije profesionalnog sastava, već predstavlja neke zainteresovane strane i/ili političke igrače. Povremeno je sastavljen na tripartitnom principu – država, sindikati, poslodavci – što je koncept koga odavno promoviše Međunarodna konfederacija rada. Ovaj tip upravnog odbora omogućava baš ono što bi trebalo izbeći – politizaciju poslovanja, odnosno dominaciju političkih motiva – pa gubi na podršci i popularnosti. Drugi tip upravnog odbora zasniva se na profesionalizmu u oblastima finansija, investicija i penzijskog osiguranja, što bi trebalo da omogući ne samo viši kvalitet upravljanja fondom, već i nezavisnost upravljanja u odnosu na politiku i minimizuje opšti uticaj politike. Ovakvi upravni odbori dobijaju u svetu na ulozi u poslednje vreme.

Način izbora članova upravnog odbora predstavlja važnu mogućnost za bar delimično obezbeđenje nezavisnosti od politike. Tako se u nekim zemljama pokušava zakonodavstvom otežati vladi da postavi svoje ljude, bilo da se koristi složen postupak izbora izbornog komiteta i izbora članova upravnog odbora sa liste kandidata koje predloži izborni komitet, bilo da se postave vrlo visoki profesionalni i moralni kriterijumi za članove upravnog odbora, uz nadu da je u političkim krugovima teško naći takve, a partijama još lojalne osobe.

Važno pitanje je nagrađivanje članova upravnog odbora. Razumno je da nagrada bude direktno povezana sa rezultatom poslovanja fonda, s tim da se tu javlja i jedan konflikt: ukoliko država može da utiče na poslovanje, onda članovi upravnog odbora nisu sami, pa ni u pretežnoj meri odgovorni za rezultate, pa ni krivi ukoliko su loši. Stoga je pitanje da li će dobri kandidati pristati na takav aranžman, mada ih on podstiče, što je poželjno, na suprotstavljanje neformalnim političkim uticajima.

Kod uloge menadžmenta fonda javljaju se dve čiste mogućnosti. Po prvoj, njegova uloga je ograničena na angažovanje spoljnih investicionih menadžera koji, po pretpostavci, vrše investicione poslove fonda na visoko profesionalni način. Ti se menadžeri (i njihove investicione kuće) biraju od strane uprave fonda na konkurentski način, preko tendera. Po drugoj, ceo posao, uključujući i investiranje, obavlja se u kući, unutrašnjim snagama. U novije vreme sve se više državnih fondova u razvijenim zemljama odlučuje za prvu opciju, težeći profesionalizmu i visokim prinosima. Praktičan problem menadžmenta ovih fondova može biti pitanje zarada kvalifikovanih ljudi, budući da se zarada nalik na onu u privatnom sektoru obično ne uklapa u državnu politiku plata.

## Investiranje

Upravni odbor je nužno odgovoran za formulisanje investicione politike fonda, naravno uz respektovanje, ukoliko postoje, investicionih smernica ili ograničenja iz zakona ili na zakonu zasnovanih vladinih odluka. Ta politika treba da bude eksplicitna i napismeno formulisana, kao i periodično preispitivana.

Državne smernice date javnom investicionom fondu česte su, ponekada detaljne i obično motivisane brigom ili za finansijsku sigurnost kapitala fonda ili za dobrobit nacionalne ekonomije. Ta ograničenja, međutim, slabo se slažu sa komercijalnim mandatom fonda i njegovim ciljem maksimiranja dugoročnih prihoda. Stoga se u razvijenim zemljama postepeno napuštaju zakonska ograničenja na strukturu investicija (sa raznovrsnim limitima) i dozvoljava fleksibilnija investiciona strategija fonda. Pojavljuju se nova ograničenja, ali sa suprotnim smerom koji onemogućava državni uticaj: zabrana investiranja u domaće državne obveznice (Irska) ili, čak, zabrana investiranja u bilo čije domaće hartije oid vrednosti (Norveška). Ova poslednja zabrana je teorijski najbolji metod sprečavanja države da utiče na investicionu politiku fonda, jer je time sve što bi država mogla da sugeriše ili zahteva na planu investicija jednostavno zabranjeno zakonom.

U okviru investicione politike određuju se ciljevi dugoročnih investicionih performansi, stepen tolerancije rizika i opšta strategija alokacije investicija, a sa jasnim naglaskom na diverzifikaciji portfelja radi smanjenja rizika. Ovde ide i stav upravnog odbora prema tome da li će fond imati aktivnu upravljačku ulogu u firmama u kojima je znatan vlasnik ili će biti pasivan, kao i stepen i metodi hedžovanja (osiguranja od) rizika.

Menadžment fonda je odgovoran za kupovine i prodaje imovine, u skladu sa proklamovanim investicionom politikom, kao i za monitoring rezultata. U ovom segmentu investicionog posla ne postoji bitna razlika između javnog i privatnog fonda. Detalji procesa implementacije investicione strategije treba da budu prepušteni profesionalnim menadžerima, a oni mogu angažovati spoljne menadžere, brokere i kastodi kuće.

Poveravanje profesionalnih investicionih poslova spoljnim firmama i pojedincima uzima sve više maha u javnim investicionim fondovima razvijenih zemalja, jer obezbeđuje veću ekspertizu i bolje rezultate, naravno uz više troškove.

Iako je investiranje na berzi visoko sofisticiran posao, jako je dobro za penzijske fondove to što se prosečan tržišni prinos može ostvariti relativno jednostavno – investiranjem u tržišne indekse, tj. u fondove koji, kroz široku disperziju portfelja, ciljaju na praćenje tržišnog indeksa. Čak bi zakonska obaveza ovih fondova da investiraju isključivo u tržišne indekse mogla biti dobro sredstvo isključivanja političkih uticaja na investicionu politiku fonda.

## Javnost rada

Radi povećanja efikasnosti rada veoma je važno obezbediti informacije onima kojima fond polaže računa, a na prvom mestu javnosti. Potpuna informisanost okruženja fonda, prvo, bitno smanjuje mogućnost dilova iza scene i, drugo, vrši snažan pritisak na upravljače fonda u pravcu maksimalnih poslovnih rezultata. Nema sumnje da transparentnost poslovanja mora biti veća kod javnih nego kod privatnih fondova.

Javnosti je potrebno učiniti dostupnima dokumente o investicionoj politici, kao i podatke o uspešnosti poslovanja (investicioni prinosi, troškovi poslovanja, zakonitost rada itd). Kompletni izveštaji se moraju dostavljati najmanje jednom godišnje, a dobro je osnovne podatke objavljevati i u kvartalnim izveštajima. Sve relevantne informacije trebalo bi da budu redovno oditovane od strane nezavisnog revizora. Povremeno bi trebalo da nezavisna konsultantska kuća obavi pregled poslovne prakse fonda i utvrdi da li je efikasna i razumna ili nije.

### Peto pitanje: kako finansirati fond?

Da bi javni investicioni fond mogao da funkcioniše i ostvaruje prinose potrebno je uložiti u njega izvestan kapital. Naravno, nije potrebno odmah, u jednom trenutku u fond uneti sve što je planirano, već je moguće u dužem vremenskom razdoblju, čak decenijama, postepeno unositi kapital.

Postoji više izvora novca koji se mogu upotrebiti u popunjavanju fonda.

Prvo, to su doprinosi za penzijsko osiguranje, a po uvećanoj stopi u odnosu na onu koja bi bila bez fonda. Ovaj se izvor koristi u sistemima sa tekućim finansiranjem koji se nalaze u mladoj fazi razvitka, kada je potrebna niska stopa za finansiranje tekućih potreba i kada je moguće podići tu stopu na viši nivo bez većih negativnih ekonomskih posledica i bet prevelikog opterećenja zaposlenih. Tako se, na primer, sada finansira rast fondova u SAD i Irskoj.

Drugo, moguće je popunjavati fond iz opštih budžetskih sredstava, dakle iz poreskih prihoda. Taj je sistem realističan u zemljama u kojima je obuhvat javnim penzijskim sistemom širok, budući da bi u zemljama sa malim obuhvatom bilo nepravedno iz budžeta, koga svi građani finansiraju, obezbeđivati korist samo jednom manjem delu populacije. Primer ovog tipa finansiranja nalazimo na Novom Zelandu.

Treće, to može biti prenos državnog kapitala fondu, odnosno državnog vlasništva u javnim preduzećima i slično. Na taj se način vrši delimična privatizacija javnog sektora pošto će bar deo tog kapitala biti prodat i za dobijeni novac kupljeno nešto drugo, a u skladu sa investicionim procenama. Švedska je svojim fondovima prenela deo državnog kapitala, kao i Kina, Hrvatska i Slovenija.

Četvrto, javni penzijski investicioni fond može biti finansiran i iz prihoda od privatizacije. Ova sredstva se ne moraju potrošiti na tekuće finansiranje, već se mogu smatrati opštim rezervnim fondom zemlje koga je potrebno pametno upotrebiti na rešavanje dugoročnih problema zemlje. Ulaganjem prihoda od prodaje Telekoma je, na primer, Irska inicirala stvaranje ovog fonda.

Peto, moguće je za finansiranje ovog fonda upotrebiti budžetske viškove, odnosno suficite po namirenju svih potreba. Ovo je obično vanredan način popunjavanja, budući da su budžetski viškovi neredovni i ne postoje stalno. Ali, u nekim slučajevima je drugačije: tako Norveška od 1990. godine finansira svoj tzv. petrolejski fond iz viškova nastalih od eksploatacije nafte, što čini i Rusija u poslednje vreme.

Jedno pravilo koje se može izvući iz ovog pregleda je sledeće: zemljama koje brzo rastu i u ekonomskom i u populacionom smislu lakše je da stvore kapitalni fond iz tekućih izvora, dok je ostalima lakše da to učine iz postojeće imovine.

## ISKUSTVA DRUGIH ZEMALJA<sup>26</sup>

U ovom odeljku pogledaćemo konkretna iskustva drugih zemalja sa državnim fundiranim fondovima – kako upravljaju njima, kakav im je prinos, kakva administracija... Ideja je, svakako, ne samo da se obavestimo o zbivanjima u drugim zemljama, već i da izvučemo saznanja koja će nam koristiti u daljem razmatranju opcija za eventualnu reformu penzijskog sistema Srbije.

U poslednjoj deceniji znatan broj razvijenih zemalja je ustanovio rezervne penzijske fondove u cilju prefinansiranja ukupnih ili dela budućih javnih obaveza, a posebno onih povezanih sa uticajem demografskog starenja na ravnotežni rast penzijskih sistema sa tekućim finansiranjem. U nekim zemljama su ovi fondovi stvoreni ex-nihilo i podvrgnuti su pravilima reformisanih penzijskih sistema i fiskalne politike. Takvi su novostvoreni fondovi u Holandiji, Španiji, Irskoj, Norveškoj, Novom Zelandu i Francuskoj. U nekim drugim zemljama koje su i ranije imale akumulirane rezerve systemske reforme su obezbedile priliku da se promeni regulacija investicionog i finansijskog menadžmenta, sa ciljem optimizacije investicione strategije i prinosa. To je bio slučaj sa Švedskom, Finskom, Japanom i Kanadom. Svi ovi slučajevi ukazuju na razumnu politiku koju ozbiljne države vode kod važnih stvari: na vreme uočavaju probleme i na vreme traže rešenja.

U nastavku ćemo bliže prikazati situaciju u šest zemalja: Irskoj, Kanadi, Norveškoj, Kini, SAD i Hrvatskoj, kao i ukratko o fondovima Francuske, Novog Zelanda i Slovenije. Ne tvrdimo da je uzorak obuhvaćenih zemalja reprezentativan za svet, ali je svakako zanimljiv i ilustrativan. U svakom pogledu među njima ima znatnih razlika. Irska, Kanada, Norveška, Francuska i Novi Zeland su se ozbiljno orijentisale na komercijalnu stranu posla

---

<sup>26</sup> Za detaljan skorašnji pregled videti J. Yermo – Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 15, OECD, 2008



i postigli, bar sa sada, lepe uspehe. SAD vode neambicioznu politiku i takav je i rezultat. Kina puno greši i doživljava stalne neuspehe, ali ima nade zbog brzog ekonomskog razvoja zemlje. Hrvatska je tek na početku puta. Pored priče o fondovima, iznećemo i pregled penzijskih sistema u ovim zemljama kako bi ceo kontekst bio jasniji.

Prethodno pogledajmo 30 najvećih penzijskih fondova u svetu, a po kapitalu.

	naziv fonda	zemlja	mrd. USD
1	Government Pension Investment	Japan	1058.5
2	ABP	Holandija	230.8
3	California Public Employees	SAD	168.3
4	Local Government Officials	Japan	164.1
5	Federal Retirement Thrift	SAD	141.0
6	National Pension	Južna Koreja	135.0
7	New York State Common	SAD	117.5
8	Pension Fund Association	Japan	116.8
9	California State Teachers	SAD	116.7
10	Postal Savings Fund	Tajvan	110.3
11	General Motors	SAD	107.0
12	Florida State Board	SAD	102.5
13	National Public Service	Japan	96.0
14	New York City Retirement	SAD	95.8
15	Government Employees	Južna Afrika	86.8
16	Texas Teachers	SAD	84.9
17	PGGM	Holandija	81.5
18	New York State Teachers	SAD	79.6
19	Public Schools Employees	Japan	76.1
20	Ontario Teachers	Kanada	67.8
21	New Jersey	SAD	67.1
22	Canada Pension	Kanada	66.8
23	Organization for Workers	Japan	66.8
24	General Electric	SAD	66.5
25	Wisconsin Investment Board	SAD	65.9
26	IBM	SAD	64.8
27	Central Provident Fund	Sigapur	63.6
28	Employees Provident	Malezija	62.4
29	Boeing	SAD	61.0
30	North Carolina	SAD	60.7

Napomena: stanje je na dan između 31.12.2004. i 31.5.2005.

Izvor: P&I / Watson Wyatt World 300: The largest pension funds

Primetimo da se najveći broj ovih fondova nalazi u državnom vlasništvu, kao i svih prvih deset na listi. Tek četiri su privatna i pripadaju velikim kompanijama, a nalaze se pri kraju liste. Primetimo i da se tu nalaze dve kategorije državnih fondova: jedna pokriva isključivo

države službenike, znači poseban deo penzijskog sistema njima namenjen, dok druga kategorija servisira opštu populaciju.

## Irska

### Penzijski sistem

Irski penzijski sistem pripada modelu anglosaksonskih sistema, kod kojih državni programi smeraju na obezbeđenje minimalne sigurnosti dohotka starih ljudi. Taj skroman nivo primanja može se podići dopunskim penzijskim osiguranjem na privatnom finansijskom tržištu, bilo kroz kompanijske, bilo individualne programe.

*Državni penzijski sistem* sastoji se iz dva programa. Prvi je socijalna penzija, koja je dostupna svim starim Ircima, bez obzira da li su i koliko radili ili uopšte nisu. Potreban uslov su samo navršeni 66 godina i skromno ekonomsko stanje, znači namenjena je siromašnim starim licima. Program se finansira iz opštih budžetskih sredstava. Drugi program je penzija zasnovana na obaveznom plaćanju doprinosa. Ona je jednaka za sve penzionere, dakle ne zavisi ni od doprinosa, ni od zarade tokom radnog veka. Visina ove penzije bila je 180 evra nedeljno u 2005. godini. Stopa doprinosa se razlikuje po klasama prema visini prihoda osiguranika, a za klasu A, kojoj pripada najveći broj aktivnog stanovništva, stopa iznosi 4%. U poslednje vreme raste učešće penzija zasnovanih na doprinosima u dohotku starih lica, a smanjuje se učešće socijalnih penzija. Pored penzija, državni penzijski fond obezbeđuje i druga socijalna davanja, kao naknade za struju i gorivo itd. Učešće javnih penzija u društvenom proizvodu je nisko, oko 4,6% u 2000. godini, a projektuje se na samo 9% u 2050. godini. Uzrok tome su niske državne penzije, sa jedne strane, i mladost populacije Irske, sa druge strane.

*Privatne penzijske šeme* su druga komponenta celokupnog penzijskog sistema. I ona se sastoji od dve grupe programa. Prva je dopunsko kompanijsko osiguranje, gde poslodavci na dobrovoljnoj osnovi, i uz kolektivno pregovaranje, obezbeđuju zaposlenima dodatnu penziju. Ovu su penzijski planovi zasnovani na doprinosima i na punoj fundiranosti kapitalom privatnih penzijskih fondova koji administriraju te doprinose i penzije. Država nadzire rad ovih fondova. Oko jedne polovine zaposlenih u Irskoj obuhvaćeno je ovim dopunskim penzijskim osiguranjem. Drugi privatni aranžman je novijeg porekla, nastao je 2003. godine, i predstavlja dobrovoljnu individualnu štednju pojedinaca preko penzijskih računa. Ovaj model namenjen je onoj drugoj polovini zaposlenih, koja nije obuhvaćena kompanijskim penzijskim osiguranjem. Interesantno je rešenje po kome su poslodavci obavezni da svojim zaposlenima ponude ove penzijske planove, ali bez ikakve svoje finansijske umešanosti, već samo kao agenti/dileri privatnih fondova; ovim se ciljalo na olakšavanje zaposlenima da dođu u kontakt sa odgovarajućim penzijskim fondovima. Ove privatne programe nadzire Penzijski odbor, tripartitno telo.

## Državni investicioni fond

Zabrinuta za finansiranje penzija u daljoj budućnosti, irska država je rešila da stvori jedan fond koji bi, na osnovu uplata i investicionih prinosa, bitno doprineo redovnom i održivom finansiranju penzija. Centralna ideja je i ovde izbegavanje budućeg znatnog porasta penzijskih doprinosa i/ili poreza radi finansiranja penzija, a u uslovima demografske tranzicije.

Prema zakonu iz 2000. godine, *Nacionalni fond penzijske rezerve* (NPRF) će popunjavati državni budžet sa uplatama u visini jednog procenta društvenog proizvoda Irske u svakoj godini do 2055. godine. Ovakav pristup je olakšan time što Irska poseduje lep rast fiskalnih prihoda zbog brzog ekonomskog rasta poslednjih decenija, pa njeni budžetski bilansi nisu napregnuti onoliko koliko je to uobičajeno u mnogim zemljama. Pored budžetskih sredstava, i prihodi od prodaje irskog Telekoma uneti su u ovaj fond, a predviđa se isti postupak i sa prihodom od drugih prodaja državne imovine, odnosno od privatizacije.

Ovaj metod finansiranja je zakonom predviđen do 2055. godine, kada se okončavaju uplate. Podizanje sredstava iz fonda zabranjeno je zakonom do 2025. godine, što znači da će se do tada on samo puniti na osnovu uplata i investicionih prinosa i da će tek od te godine početi korišćenje fonda za dopunu tekućih sredstava za penzije.

Administrativno posmatrano, o fondu se ispred države brine nezavisna Komisija. Njene članove postavlja ministar finansija iz reda istaknutih eksperata. Sadašnji sastav komisije je zaista na visokom stručnom nivou: tu se nalaze član upravnog odbora FED-a iz Čikaga i predsednici i izvršni direktori velikih konsultantskih kuća. Ova komisija je operativno vođenje penzijskog fonda do 2011. godine poverila jednoj agenciji Ministarstva finansija, koja, sa svoje strane, angažuje spoljne menadžere za upravljanje pojedinim vrstama akcija.<sup>27</sup>

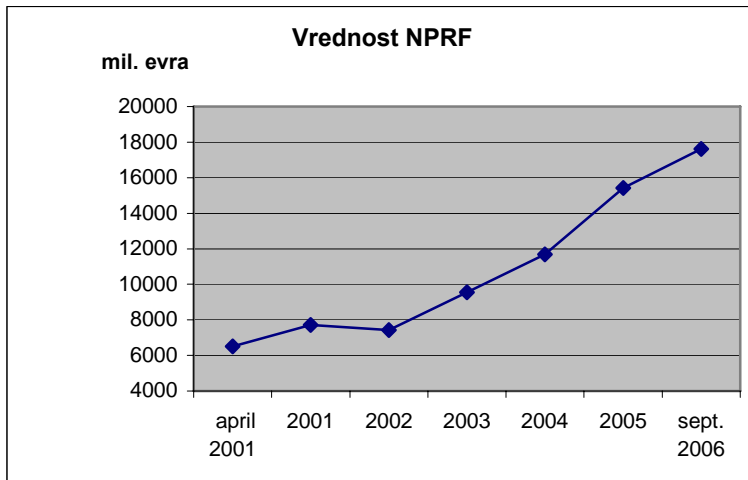
Zakonom propisana investiciona strategija fonda je ostvarenje maksimalnog prinosa, uz razumnu kontrolu rizika. Zanimljiva je zakonska odredba o zabrani investiranja kapitala fonda u irske državne obveznice! Ovim se htela zaštita fonda od politizacije i zloupotrebe od strane države, što i jeste jedna od najvećih pretnji dobrom funkcionisanju državnih fondova sa znatnim kapitalima, uključujući i penzijske. Investicionu strategiju formuliše Komisija. Prva, iz 2001. godine bila je 80% ulaganja u kotirane akcije i 20% u obveznice, uglavnom stranih država. Inovacija iz 2005. godine je donekle izmenila i diverzifikovala ciljni portfelj, ali ne previše. Sada su u igri i nekretnine, nekotirane firme, akcije zemalja u razvoju, roba, šume i slično.<sup>28</sup>

Pogledajmo kako se kretala vrednost rezervi penzijskog fonda:

---

<sup>27</sup> P. Lane - The National Pensions reserve Fund: Pitfalls and Opportunities, in Economic Problems of Ireland in Europe, Economics and Social Research Institute, August 2001.

<sup>28</sup> Annual Report and Financial Statements 2005, National Pension Reserve Fund Commission, 2006



Izvor: izveštaji NPRF

Svakako, vrednost portfelja zavisi od tri činioca: prvi je objektivno kretanje opšteg nivoa cena hartija od vrednosti i druge aktive, na koje politika fonda praktično nema uticaja, drugi je investiciona strategija (sa željenom strukturom aktive) i treći kvalitet menadžmenta portfeljom fonda, pri čemu su posledna dva pod kontrolom uprave. Dosadašnji rezultati su povoljni, jer fond ostvaruje podjednake rezultate kao privatni investicioni fondovi, ali uz veću sigurnost plasmana.

## Kanada

### Penzijski sistem

Kanada poseduje složen penzijski sistem, koji obuhvata dva stuba javnog penzijskog osiguranja i jedan stub privatnog.

Prvi javni penzijski program (OAS) obezbeđuje penziju svim starim Kanađanima bez obzira da li su radili i plaćali doprinose ili nisu, osim onih sa visokim prihodima. Radi se, znači, o gotovo opštoj socijalnoj penziji. Punu socijalnu penziju primaju oni čiji je prihod u 2006. godini niži od 62.144 kanadska dolara, a delimičnu oni čiji je prihod niži od 100.914 dolara. U 2005. godini ova je penzija iznosila 477 dolara. Postoji i dodatak za garantovanje dohotka, koji je u 2005. iznosio za pojedinca 567 dolara. Na taj način, penzioner u Kanadi ima najmanje oko 1050 dolara iz državnog penzijskog fonda ukoliko nema drugih prihoda. Ukoliko ih ima, penzijski transfer će biti manji, ali će pojedincu ostati više od pomenutog minimuma. Oko 96% starih Kanađana prima ovu penziju, a 36% prima dodatak. Ovaj program se finansira iz opštih prihoda državnog budžeta i predstavlja snažan instrument održavanja starih Kanađana iznad granice siromaštva.

Drugi državni program je standardno obavezano penzijsko osiguranje sa plaćanjem doprinosa. U Kanadi ne postoji jedan takav program, već dva: jedan za Kvebek, a drugi za ostatak zemlje. Pravila su im gotovo ista, a i mehanizmi funkcionisanja, tako da osigurancima (i onima koji su radili na oba područja) izgleda kao da se radi o jednom

fondu. Ovi fondovi pokrivaju sve zaposlene i samozaposlene (samostalne delatnosti, po našem). Stopa doprinosa je 9,9%, a plaćaju je po pola zaposleni i poslodavci. Pravo na punu penziju se stiže sa 65 godina, mada je moguće i ranije penzionsanje, uz umanjeње penzije. Penzija se obračunava kao 25% od zarade tokom životnog veka na koju je plaćan penzijski doprinos. Stoga je penzija relativno niska: oko 460 dolara u proseku, sa maksimumom od 829 dolara u 2005. godini.

Treća komponenta kanadskog penzijskog sistema su različiti dobrovoljni štedni aranžmani. Prvu grupu čine kompanijski programi koje obezbeđuje poslodavac, a posle kolektivnog pregovaranja. Ukoliko plan zadovolji određene uslove, može ostvariti poreske olakšice. Oko 40% zaposlenih Kanađana obuhvaćeno je ovim planovima. Drugu grupu čine individualni štedni računi, koji takođe potpadaju pod poreske olakšice (neoporezovana uplata i prinos, oporezovana penzija). Oko 38% Kanađana koristi ovu mogućnost individualne štednje.

### Rezerva i delimično fundiranje javnog fonda

Još prilikom formiranja obaveznog penzijskog osiguranja u Kanadi 1966. godine bilo je predviđeno stvaranje rezervi likvidnosti u visini dvogodišnjih izdataka za penzije. Rezerva je držana u državnim i provincijskim obveznicama sa niskim prinosom, ali je brzo iscrpljena. 1997. godine izvršena je radikalna reforma, sa ciljem obezbeđenja delimičnog fundiranja kapitalom koje će, kroz kontinuelne investicione prinose, obezbediti neograničeno dug period finansiranja penzija u kome neće biti potrebno dalje podizati stopu doprinosa. A ona je tada povećana sa 5,85 na 9,9% od zarada, što je očigledno visok porast koji će u prvom periodu stvoriti znatne viškove prihoda nad rashodima i omogućiti znatno investiranje.

Da bi se ostvario tako ambiciozan cilj – ostvarenje samodovoljnosti državnog fonda na dugi rok u uslovima demografske tranzicije – nije bilo dovoljno samo obezbediti izvore finansiranja, već je bilo nužno orijentisati se i na politiku visokih investicionih prinosa. A visoke prinose ne mogu obezbediti ulaganja u državne obveznice, već samo rizičnije investicije u akcije i druge hartije od vrednosti bez fiksne (i zato niske) dobiti.

Da bi se mogla ostvariti planirana dobit, relaksirane su odredbe o obavezi investiranja u državne obveznice i propisano da se investicije mogu vršiti u obveznice, akcije, nekretnine ili bilo koju drugu imovinu u koju je dozvoljeno investiranje i privatnih kompanijskih fondova.

Investicije fonda vodi zasebna, novostvorena institucija/agencija nazvana Investicioni odbor. Tri su osnovna principa funkcionisanja Investicionog odbora: nezavisnost, polaganje računa i transparentnost.

Nezavisnost je poželjna kako bi se onemogućio državni uticaj na investicionu politiku, a sa verovatnim negativnim posledicama. Među brojnim merama na to usmerenim, jedna od važniji je način izbora članova odbora. Prva stepenica je Nominacioni komitet, koga čine

predstavnicima privatnog i javnog sektora, pri čemu ovaj drugi predstavljaju kako federalne, tako i provincijske vlasti. Predlog ovog komiteta razmatraju federalno i provincijska ministarstva finansija, a na kraju usvaja federalna vlada.

Radi efikasnije mogućnosti polaganja računa bilo je potrebno postaviti Odboru jasan cilj i kasnije meriti njegovo ostvarenje. Kanadski penzijski zakon odabrao je visinu investicionih prinosa kao jedini cilj, naravno uz minimizaciju rizika. Time je odbačena politički popularna i možda ekonomski smisljena mogućnost ostvarivanja drugih ekonomskih i socijalnih ciljeva, ali koji bi ugrozili ono što je potrebno penzijskom fondu – visoku stopu investicionih prinosa kako bi se omogućilo jeftino i na dugi rok održivo penzijsko osiguranje u Kanadi.

Da bi poslovanje nove agencije bilo transparentno, propisana je njena obaveza da podnosi parlamentu kvartalne i godišnje izveštaje. Ti izveštaji moraju prikazati prihod u datom periodu, promenu neto imovine i portfelj investicija. Godišnji izveštaj još mora prikazati bilanse na kraju godine. Svi izveštaji moraju biti urađeni u skladu sa opšte prihvaćenim računovodstvenim standardima. Godišnji izveštaj mora doneti i pregled proklamovane investicione i uopšte poslovne politike i njeno ostvarenje.

Pogledajmo i brojke, kombinaciju tekućih i projektovanih. Cilj cele operacije je da se postigne delimična pokrivenost budućih obaveza kapitalom fonda, a u visini od 25% 2025. godine. 2030. godine će se postići relativni maksimum sredstava fonda, kada će se dostići 5,8 godišnjih računa za penzije. Rashodi će preći prihode od penzijskog doprinosa već 2022. godine, ali će sve do kraja perioda koji se posmatra, tj. do 2075. godine, deo prinosa od investicija biti dovoljan da pokrije manjak tekućih prihoda u odnosu na rashode. Obim ovog fonda će, stoga, permanentno rasti: od 78 milijardi 2005. godine, preko 455 milijardi 2025. godine do 4872 milijarde 2075. godine.

Za prvih pet godina Investicioni odbor je postigao stopu od 5,5% godišnje realne (posle inflacije) dobiti, što je nešto više od rasta planiranog pomenutim projekcijama,<sup>29</sup> ali i odličan rezultat s obzirom na ozbiljan pad berzanskih indeksa početkom ove decenije. Kanadski slučaj se uzima kao jedan od primera da je pametno investiranje moguće i u državnoj režiji, samo ako se dobro uredi.

## Norveška

Kod Norveške nećemo pominjati osnovna rešenja penzijskog sistema budući da državni fond o kome će biti reči nije čvrsto integrisan u penzijski sistem, već je više deo Ministarstva finansija i predstavlja instrument budžetske politike, iako mu je osnovni cilj olakšanje isplata penzija u daljoj budućnosti.

*Penzijski fond – global*, novo ime za nekadašnji *Vladin petrolejski fond*, započeo je sa radom 1996. godine radi akumulacije rezervi od prihoda od nafte kako bi se ponešto

---

<sup>29</sup> Videti, na primer, E. Tamango – The Canadian Pension System, Report prepared for Japan Pension Research Council, 2005

sačuvalo za budućnost, kada nafte ponestane. Stoga Norveška ozbiljno računa na investicioni prihod fonda u sledećim decenijama. Upotreba njegovog kapitala nije čvrsto specificirana u zakonu, već je ostavljeno budućim generacijama da odluče kako će iskoristiti nagomilana sredstva, ali reforma iz 2006. godine, uz promenu imena fonda, pokazuje da se veruje da će penzije biti jedan od prioriteta.

Sav neto prihod od prodaje nafte sliva se u ovaj fond. Sa druge strane, fond pokriva sav ne-naftni budžetski deficit, pri čemu višak naftnih prihoda nad rashodima na finansiranje budžetskog deficita ostaje u fondu. Ukupna veličina fonda dostigla je 240 milijardi dolara sredinom 2006. godine i ovaj fond predstavlja jedan od najvećih na svetu (iza japanskog i holandskog državnog penzijskog fonda).

Odgovornost za funkcionisanje fonda leži na ministarstvu finansija. Ministarstvo utvrđuje i strategiju investiranja fonda, a fondom operativno rukovodi Norveška banka, centralna banka Norveške, odnosno jedna njena agencija (NBIM). Radi povećanja prinosa i konkretnih investicionih poslova i sa akcijama i sa obveznicama, NBIM stalno angažuje desetine ekspertskih menadžera imovine fondova iz inostranstva. Tekuće smernice traže da 60% kapitala fonda bude investirano u obveznice, a 40% u akcije. Proklamovani cilj poslovanja je maksimizacija prinosa, a uz umeren rizik, čime je izbegnuta orijentacija na druge ekonomske i socijalne ciljeve koji bi mogli da ugroze osnovni cilj.

Radi likvidacije potencijalnog političkog uticaja na investicije fonda, zakon je propisao neočekivano rešenje: zabranio je sva ulaganja u Norveškoj! Drugim rečima, fond sve svoje poslove obavlja na inostranim finansijskim tržištima, ulažući u tamošnje državne i korporativne obveznice i korporativne akcije. Da bi se problem kontrole još više umanjio, fond ne sme da drži u jednoj firmi više od 3% njenog kapitala.

Rezultati poslovanja fonda su vrlo dobri, a uzimajući u obzir kretanje svetskih berzi: u periodu 1997-2005. godina fond je ostvario neto realan prinos od 4,5 procenata godišnje.<sup>30</sup>

## Kina

### Penzijski sistem

Od osnivanja početkom 1950-tih godina do reforme u drugoj polovini 1990-tih, kineski penzijski sistem bio je klasičan sistem tekućeg finansiranja, sa penzijama koje su određivane prema zaradama i namenjen zaposlenima u socijalističkom sektoru privrede i državnoj upravi.

U 1997. godini Kina je reformisala svoj penzijski sistem, a prema modifikovanom modelu Svetske banke. Osnovni uzrok tome je predstojeća dramatična demografska promena koja će uskoro nastati zbog dugotrajne politike jednog deteta.

---

<sup>30</sup> Government Pension Fund – Global, Annual Report 2005, NBIM, 2006

Prvi stub je i dalje zasnovan na tekućem (PAYG) finansiranju, a penzija nije u vezi sa doprinosima pojedinca, već je jednaka za sve penzionere i određuje se kao 20% od prosečne zarade u datoj provinciji. Ovaj se stub finansira iz prihoda preduzeća, kao 13% od ukupnih izdataka za zarade.

Drugi stub se zasniva na individualnim štednim računima i obavezan je za zaposlene. I njima upravlja državni fond. Doprinos uplaćuju i pojedinci (4%, sa postepenim rastom na 8%) i firme (7%). Mesečna penzija se izračunava kao 1/120 deo vrednosti individualnog računa u trenutku penzionisanja. Očekuje se da bi pojedinac sa 35 godina staža imao penziju po ovom osnovu od 38,5% prosečne zarade u provinciji, što sa 20% iz prvog stuba ukupno daje 58,5% zamene pri penzionisanju.

Treći stub je dobrovoljan i mogu se odabrati ili kompanijski penzijski planovi ili individualna štednja pojedinaca. Zbog nepostojanja poreskih olakšica, ovaj je segment penzijskog sistema vrlo neatraktan i u njemu učestvuje vrlo mali broj korisnika.

#### Problemi drugog stuba

Drugi stub penzijskog osiguranja u Kini poseduje jednu osobinu kojom se odvajava od sličnih u svetu: njega administrira država, i, što je još gore, ne centralna već provincijske vlasti. I te vlasti pokazale su puno slabosti u ovom poslu. Pomenimo neke:

- iako bi prvi i drugi stub trebalo da budu finansijski i računovodstveno odvojeni, državno organi redovno koriste sredstva drugog stuba za finansiranje penzija iz prvog; i umesto da pozajmica bude kratkoročna i promptno vraćena, ona se pretvara u zajam na neodređeno vreme; stoga su individualni računi praktično prazni i tek sa malim iznosima ostvaruju svoju namenu,
- prinos na individualnim računima je nizak, jer je propisima dozvoljeno investiranje viškova samo u bankarske depozite i državne obveznice, pri čemu i jedni i drugi nose niske kamate; budući da su prinosi niski, vlasnici individualnih računa s pravom imaju osećaj da subvencionišu državi, pa stoga ni nemaju veliku želju da učestvuju u ovom programu,
- penzijski sistem je vrlo decentralizovan i netransparentan, budući da je centralna regulativa odredila samo bazične odnose i prepustila provincijama ne samo administriranje, već i vođenje penzijske politike; stoga su se javile velike nejednakosti na geografskom planu, počevši od obuhvata stanovništva; penzijama se bave ne samo provincije, nego i gradovi; stope doprinosa veoma variraju, čak i prema ekonomskim sektorima; neefikasne državne firme se štede, a teret pokušava prebaciti na profitabilne privatne firme, koje ga izbegavaju; gotovo je nemoguće za pojedinca da promeni firmu i lokaciju i da zadrži već stečena penzijska prava itd.

Veliki problemi kako u drugom stubu, tako i u celom penzijskom sistemu naveli su kinesku državu na novu reformu. Jedan od pravaca je pilot reforma u jednoj provinciji (Liaoning), gde su postavljena bolja pravila istog modela, a drugo stvaranje Nacionalnog fonda za socijalno osiguranje (NSSF). Problem sa kineskim pristupom penzijama je što reforma stiže reformu, a da nijedna nije ni dobro promišljena i pripremljena, ni dobro izvedena, po starom socijalističkom obrascu.



## Novi državni fond

Godine 2000. osnovan je Nacionalni fond za socijalno osiguranje. Njegov cilj je stvaranje strateške rezerve za buduće povećano opterećenje penzijskog sistema, a tokom procesa pogoršanja demografskih parametara kineske populacije. U tom smislu je sličan fondovima kao što su oni u SAD, Irskoj, Norveškoj, Kanadi...

Kapital fonda dolazi iz četiri izvora: državnog budžeta, državnih akcija i prihoda od njih, lutrije i investicionih prihoda. U periodu 2001-2004. godina oko tri četvrtine priliva sredstava u fond došlo je iz državnog budžeta. Sledeći izvor prihoda je prodaja akcija državnih preduzeća od strane države, bilo da se radi o prodaju postojećih akcija, bilo o dokapitalizaciji, pri čemu je deo prihoda (10%) prenošen ovom fondu. Vrednost fonda iznosila je 26,5 milijardi dolara krajem 2005. godine.

Kod menadžmenta portfelja, propisano je da sredstva NSSF-a mogu biti investirana od strane ekipe iz samog fonda i od strane spoljnih specijalizovanih menadžera fondova. Oni prvi su ograničeni na ulaganja u bankarske depozite, državne obveznice i druge finansijske instrumente koji donose visoku likvidnost i visoku sigurnost. Za sredstva fonda koja investiraju spoljni menadžeri postavljena su prilična ograničenja: minimalni iznos bankarskih depozita i državnih obveznica je 50%, od čega najmanje 10% u depozite kod banaka; investicije u druge obveznice (korporativne itd) ne smeju preći 10% ukupne imovine; gornja granica učešća akcija i investicionih hartija je 40%. Sve investicije se moraju izvršiti na domaćoj, kineskoj teritoriji.

Investiciona strategija NSSF-a je, vidimo, orijentisana, prvo, na visoku likvidnost i, drugo, na domaće namene, odnosno investicije. Stoga nije neočekivano da je investicioni prinos fonda vrlo nizak: izneo je 1,65% u periodu 2002-2004. godina, što je posledica dominacije bankarskih depozita i državnih obveznica u portfelju (preko 80%) i njihovih niskih prinosa.<sup>31</sup>

Takvi poražavajući rezultati naveli su vlasti na ponovno preispitivanje cele strategije. Jedna obećavajuća mogućnost za povećanje prinosa nalazi se u investicijama u inostranstvu i NSSF je ove jeseni krenuo tim putem: angažovano je deset stranih investicionih kuća za predstojeće investicione poslove u inostranstvu. Pored toga, intenzivno se razmatra opcija prenosa NSSF-u 10 procenata akcija državnih preduzeća umesto prihoda od njihove prodaje. Jer, procenjuje se da nije dobro, zbog nerazvijenosti kineskog tržišta kapitala, žuriti sa prodajom akcija kako bi se ostvario željeni transfer prihoda NSSF-u, već je bolje preneti mu odmah akcije, a da NSSF sa prodajom sačeka pravi trenutak.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Videti Yu-Wei Hu - Pension reform in China - a case study, 2<sup>nd</sup> February 2006; China's Pension System, Deutsche Bank Research, February 17, 2006; Xin Wang - China's Pension Reform and Capital Market Development, China & World Economy, No. 3, 2004

<sup>32</sup> Xinhua, September 29, 2006

## Sjedinjene Američke Države

### Penzijski model

Sjedinjene Države imaju razgranat i složen penzijski sistem, svakako najveći na svetu po obimu sredstava koje transferiše.

Kičmu sistema čini državni fond (OASDI), koji obezbeđuje starosne, porodične i invalidske beneficije. Pravno posmatrano, učešće u penzijskom programu za pojedinca nije obavezno, ali je obavezno plaćanje poreza na zaradu, iz koga se finansira penzijsko osiguranje. Ovaj program se finansira na principu tekućeg finansiranja (PAYG), a 2005. godine isplatio je beneficija u iznosu od 521 milijarde dolara.

Neke kategorije nisu uključene u ovaj penzijski program. Osnovni izuzetak su zaposleni u federalnim i lokalnim organima od pre 1984, odnosno 1986. godine, pošto su od ranije imali sopstvene penzijske programe, kao i neke druge manje brojne kategorije zaposlenih ili samozaposlenih.

Starosna granica za ostvarenje penzije se sada podiže sa 65 na 67 godina, a moguća je i prevremena penzija sa 62 godine, ali uz nepovoljno rešenje njene visine. Visina penzije zavisi od visine zarade i dužine radnog staža.

Stopa doprinosa je sada 12,4%, a zajedno sa delom za zdravstveno osiguranje starih, dostiže 15,4% zarade.

Budući da su državne penzije umerenog obima, u SAD je razvijen sistem privatnog penzijskog osiguranja koji omogućava povećanje penzijskog dohotka i koga država podstiče poreskim olakšicama.

Drugu po važnosti komponentu penzijskog osiguranja čine kompanijski penzijski fondovi, gde poslodavci obezbeđuju penzije svojim zaposlenima. Ovo osiguranje nije zakonom učinjeno obaveznim, već ga poslodavci obezbeđuju kako bi privukli kvalitetnu radnu snagu. Drugačije rečeno, poslodavci nude, a zaposleni prihvataju umanjenje plate za račun penzijskog osiguranja, a motiv je korišćenje poreskih beneficija.

Postoji i treća komponenta – to su individualni penzijski računi namenjenim onim zaposlenima čiji poslodavac nije organizovao kompanijski penzijski plan. Ovde pojedinci sami ulažu deo zarada na sopstvene penzijske račune i ostvaruju penziju iz zbira tako uplaćenih doprinosa i prinosa od investicija. Ova dobrovoljna štednja takođe je motivisana poreskim podsticajima.

### Rezerve

Početak 1980-tih godina u SAD se razvila široka rasprava o budućnosti državnog penzijskog osiguranja, a pod utiskom nepovoljnih demografskih kretanja. Stoga su 1983.

godine, pod Reganovom administracijom, povećane stope penzijskog doprinosa na nivo iznad onoga koji je obezbeđivao tekuće finansiranje penzija. Ideja iza povećanja stope doprinosa bila je stvaranje finansijske rezerve za vreme kada će prihodi od stope doprinosa biti nedovoljni da pokriju tekuće rashode na penzije.

Višak prihoda nad rashodima postoji od 1983. godine naovamo. On se akumulira u posebnom fondu čiji je obim krajem 2005. godine dostigao 1859 milijardi dolara. Taj iznos je dovoljan za više nego trogodišnje finansiranje penzija, a bez ikakvih tekućih prihoda.

Akumulirana sredstva ne stoje bez prinosa, nego se automatski konvertuju u posebne državne obveznice i nose prinos koji uvećeva obim fonda. Prinos zavisi od kretanja kamatnih stopa na američkim državnim obveznicama i u 2005. godini izneo je 5,5% nominalno.

Projekcije kažu da će obim fonda rasti i tokom sledeće decenije i da će dostići 3932 milijardi dolara 2015. godine, što će biti 4,2 godišnje penzije. Sledećih godina, negde 2018. ili 2019, prihodi i rashodi fonda će se izjednačiti, a onda će rashodi prevazići prihode. Posebno će razlika biti velika između 2020. i 2030. godine, tj. u periodu kada se penzionišu brojne generacije rođene krajem 1950-tih i 1960-tih godina, kada je stopa fertiliteta bila visoka. Tokom 2030-tih godina razlika između rashoda i prihoda će biti manja, ali će fond biti iscrpljen i nestaće, kako se prognozira, 2042. godine.<sup>33</sup>

Ovim mehanizmom stvaranja i korišćenja rezervi SAD su ujednačile teret finansiranja penzija od strane brojnih generacija u veoma dugom periodu – oko 60 godina između 1983. i 2042. godine – budući da je u tom razdoblju, i pored stalnog rasta broja penzionera i obima rashoda za penzije, držana jedna stopa penzijskog doprinosa.

Predsednik Klinton je podneo predlog o reformi fonda, odnosno o promeni njegove investicione strategije ka rizičnijim, ali i profitabilnijim investicijama, ali je republikanska većina odbacila predlog. Predsednik Buš je takođe protiv ove ideje.

## Hrvatska

### Penzijski model

U Republici Hrvatskoj penzijski sistem je refermisan tokom prethodnih godina u skadu sa modelom Svetske banke i sada se (od 1. januara 2002. godine) sastoji od tri stuba: fond prvog stuba deo je starog sistema, dok su drugi i treći stub štednog karaktera i uvedeni penzijskom reformom. Delom je zadržan stari način prikupljanja sredstva, a drugim delom je u sistem uvedena lična štednja za starost. Državni penzijski fond poseduje akcije većeg broja firmi od kojih prihod predstavlja dopunu redovnog finansiranja. Novi penzijski sistem tako funkcioniše da se obezbeđuje penzija iz tri nezavisna izvora, što bi trebalo da dovede do smanjenja rizika i povećanja očekivane visine penzija.

---

<sup>33</sup> The 2006 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds, 2006, str. 4-5

*Prvi stub – obavezan.* Prvi stub čini obavezno penzijsko osiguranje zasnovano na solidarnosti. Svi zaposleni osiguranici izdvajaju u ovaj stub, po sili zakona, 15% bruto plate, a što odlazi u državni penzijski fond (HZMO). Ta sredstva koriste se za isplatu penzija sadašnjih penzionera. Penzija iz prvog penzijskog stuba ne može se preneti na drugu osobu, niti se može naslediti. Visina te penzije usklađuje se svakih šest meseci prema švajcarskoj formuli, tj. prema polovini zbira rasta troškova života i zarada. Eventualni manjak novca za ostvarenje ostvarenih prava namiruje se iz državnog budžeta.

*Drugi stub – obavezan.* Drugi stub čini obavezno penzijsko osiguranje za starost, zasnovano na individualnoj kapitalizovanoj štednji. Obavezno je za sve osiguranike mlađe od 40 godina. Osobe u dobu između 40 i 50 godina mogle su tokom penzijske reforme takođe izabrati svoj obavezni penzijski fond. Iz bruto plate svakog osiguranika uplaćuje se 5% doprinosa u obavezni penzijski fond koji je osiguranik sam odabrao. Penzijski fondovi prikupljeni novac ulažu na finansijskim tržištima i ostvaruju dobit koja uvećava penzijsku štednju na ličnim penzijskim računima članova fonda. Sistem je potpuno transparentan jer osiguranik u svakom trenutku zna koliko ušteđenih i oplodenih sredstava ima na svom ličnom penzijskom računu u obaveznom penzijskom fondu. Kada stekne uslove za penziju, osiguranik bira penzijsko osiguravajuće društvo i u njega prenosi svoj kapital iz penzijskog fonda čiji je do tada bio član. S odabranim penzijskim osiguravajućim društvom osiguranik sklapa ugovor o isplati penzije u jednom od dva moguća oblika: pojedinačna ili zajednička penzija, od kojih svaka može biti doživotna ili sa zajamčenim periodom isplate.

*Treći stub – dobrovoljan.* Čini ga dobrovoljno penzijsko osiguranje, zasnovano na individualnoj kapitalizovanoj štednji. Visinu penzije određuje visina mesečnih uloga koji će se uplaćivati na poseban račun u dobrovoljnim penzijskim fondovima. Taj kumulirani novac fond ulaže na tržištu i ostvaruje dobit koja se dodaje novcu koji je uštedeo osiguranik. Država svakom osiguraniku u trećem stubu daje umeren podsticaj za taj oblik penzijske štednje. Kada stekne uslove za penziju, osiguranik odabire penzijsko osiguravajuće društvo, u njega prenosi svoj kapital iz penzijskog fonda i sklapa ugovor o isplati penzije na jedan od nekoliko mogućih oblika.

Nadzor nad poslovanjem penzijskih fondova i penzijskih osiguravajućih društava provodi državna agencija za nadzor penzijskih fondova i osiguranja. U slučaju lošeg poslovanja ili propasti penzijskog fonda članovi svoju imovinu namiruju iz osnovnog kapitala i garantnog uloga obaveznog penzijskog društva.

#### Kapital državnog fonda<sup>34</sup>

Hrvatski zakon o privatizaciji iz 1993. godine je, slično srpskom iz 1997. godine, predvideo da penzijskom fondu pripadne 14%, odnosno jedna sedmina kapitala svakog preduzeća koje se privatizuje. Cilj ove operacije bio je dvostruk: da se prefundiraju buduće penzije kroz stvaranje kapitala u državnom fondu i da se poboljšaju izvori za finansiranje tekućih penzija. Do kraja 1998. godine tako su državnom penzijskom fondu (HZMO-u)

---

<sup>34</sup> Zahvaljujem se Zoranu Anušiću, Svetska banka, na nekim od informacija u ovom odeljku.

pripale akcije 1365 firmi, sa procenjenom vrednošću od 4,2 milijarde DEM. Ovaj portfelj bio je podeljen na dva dela. U prvom su se našle akcije boljih preduzeća, znači one koje imaju tržišnu vrednost, a u drugom akcije loših, propalih i problematičnih firmi. U ovoj su se fazi, treba navesti, sa akcijama u posedu penzijskog fonda dogodili neki od najvećih skandala tokom privatizacije u Hrvatskoj. Kvalitetnije akcije, one koje se kotiraju na berzama, prenete su u Kapitalni fond, koji je bio zatvorenog tipa i kojim upravlja HMID, društvo sa ograničenom odgovornošću u stoprocentnom vlasništvu HZMO-a. Lošije akcije su se nalazile u posedu HMO-a, koji je takođe u stoprocentnom vlasništvu HZMO-a. I HMID i HMO su registrovani kao društva sa ograničenom odgovornošću.

Tokom 2000. godine akcije HMO-a predate su na upravljanje Fondu za privatizaciju Hrvatske, a zbog veće stručnosti i težnje da se svom državnom imovinom raspolaže i upravlja na centralizovan način. Proces prodaje ovih akcija je nastavljen od strane Fonda za privatizaciju, s tim da penzijski fond (HZMO) daje saglasnost i da mu pripada prihod od prodaje. Sada se u ovom portfelju nalaze akcije oko 170 preduzeća, sa tendencijom daljeg smanjivanja.

Sa druge strane, Kapitalni fond lepo napreduje poslednjih godina, o čemu svedoči sledeća tabela:

Performanse Kapitalnog fonda, 30.11. 2006.

<b>godina</b>	<b>vrednost imovine u mil. kuna</b>	<b>rast imovine u %</b>
1999	371,1	2,5
2000	473,3	25,1
2001	590,3	24,5
2002	662,2	12,2
2003	675,5	2,0
2004	942,7	39,6
2005	1328,1	40,9
30.11.2006.	1980,3	49,1

Izvor: HZMO, 2006

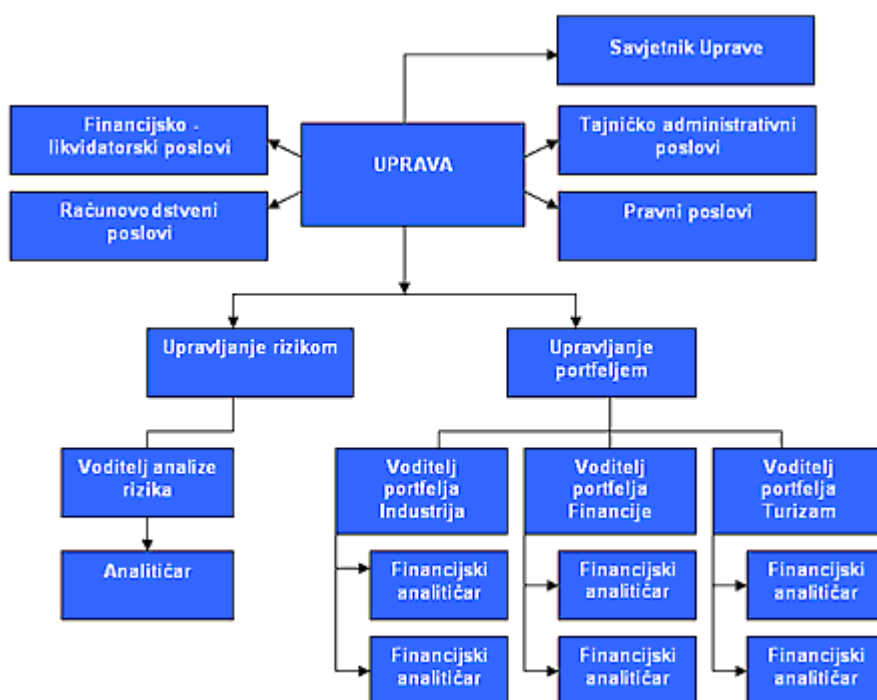
Ukupna tržišna vrednost akcija u Kapitalnom fondu je 270 miliona evra na dan 30. novembra 2006. godine. Fond se u međuvremenu otvorio prema drugim investicijama i jedan deo akcija iz njegovog portfelja potiče iz drugih firmi (ne samo iz privatizacije). Među ovim novima ima ih i iz inostranstva, prvenstveno iz zemalja centralne Evrope, ali i iz hrvatskog bankarskog sektora. Uzroci brzog rasta vrednosti akcija su i dobro investiranje od strane upravljača fonda i rast berzanskih vrednosti.

Definitivna sudbina Kapitalnog fonda ipak nije izvesna, a zbog različitih pogleda na penzijsko osiguranje. Već je bilo planova i pokušaja, podstaknutih i od Svetske banke, da se ovaj fond proda i novac uplati državnom HZMO-u radi podele penzionerima i vraćanja nekih dugova. Prethodna vlada SDP-a planirala je da se Kapitalni fond dokapitalizuje iz inostranstva i delimično proda kako bi se time preuzelo vlasništvo od HZNO-a, ali je plan propao. Sadašnja vlada ne pokazuje namere da bilo šta promeni na ovom području.

Pogledajmo pobliže organizaciju firme koja upravlja Kapitalnim fondom – to je HMID, odnosno Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo doo. HMID je trgovačko društvo koje je prema Zakonu o trgovačkim društvima osnovano u pravnom obliku društva s ograničenom odgovornošću, a kome je osnovni predmet poslovanja osnivanje investicionih fondova i upravljanje tim fondovima. Vlasnik HMID-a je HZMO (Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje).

Tela HMID-a su: skupština, nadzorni odbor i uprava. Skupštinu čini osnivač, HZMO. Upravu čini dvoje ljudi: predsjednik i član.

Organizaciona struktura HMID-a:



Francuska, Novi Zeland i Slovenija

Pomenimo ukratko i rezervne fondove Francuske i Novog Zelanda. *Francuski rezervni penzijski fond* (FRR) formiran je 1999. godine iz privatizacionih prihoda, a sa ciljem participacije u finansiranju penzija posle 2020. godine, kada će, prema projekcijama, tekući rashodi nadmašiti tekuće prihode. Fond je sa pravim radom počeo juna 2004. godine, a vrednost portfelja fonda dostigla je 26,6 milijardi evra na kraju 2005. godine. Portfeljem upravljaju brojni spoljni, privatni menadžeri fondova koji se selektuju tenderskom procedurom, a mandat FRR-a govori kako o maksimizaciji prinosa uz umeren rizik, tako i o socijalnoj odgovornim investicijama. Prihodi fonda su, pored investicionih

prinosa, sledeći: deo dvoprocentnog poreza na prihode od imovine i investicija, eventualni viškovi državnog penzijskog fonda, prihodi od privatizacije i drugi.<sup>35</sup>

*Novozelandski penzijski fond* stvoren je zakonom iz 2001. godine takođe sa eksplicitnim ciljem ublažavanja teškoća koje će nastati u budućnosti penzijskog sistema i javnih finansija u celini. Ideja je da se odmah postigne izdvajanje iz budžeta od 1 do 2% društvenog proizvoda u ovaj fond, odnosno oko 2 milijarde dolara godišnje, i da se do sredine 2020-tih godina akumulira toliko sredstava, uključujući i prinos od investiranja, da dalja ulaganja u fond više ne budu potrebna i da se kombinacijom redovnih sredstava i prinosa fonda mogu finansirati sve veći računi za penzije. Vremenski horizont fonda je 40 godina i stalno se pomera sa protokom vremena, s tim da se stalno vrše nove kalkulacije o potrebnoj visini ulaganja u fond iz budžeta. Polazeći od spoznaje da su slabe performalne mnogih sličnih državnih fondova bile posledica političke kontrole nad njima, Novi Zeland je postavio sledeće principe pri organizaciji ovog fonda: fondom će rukovoditi nezavisno telo sa komercijalnim motivom maksimizacije prinosa, a uz polaganje računa o svom radu; to telo se bira složenim nominacionim postupkom.<sup>36</sup> Zakon ne dozvoljava povlačenja kapitala za državne potrebe pre 2020. godine. Prve investicije su ostvarene 2003. godine, a vrednost fonda dostigla je 11,2 milijarde dolara na dan 31. oktobra 2006 godine. Očekuje se da će njegoa vrednost dostići 120 milijardi 2025. godine.

*Slovenački fond* Kapitalsko društvo predstavlja važnog činioca penzijskog sistema u Sloveniji. On se nalazi u državnom vlasništvu i ima ulogu podrške prvom i drugom penzijskom stubu. Suštinski, on upravlja sa tri fonda. Prvo, uzajamni penzijski fond koji predstavlja dopunski penzijski program uveden 1992. godine; drugo, obaveznu penzijski program koji pokriva određena zanimanja za koja je poslodavac dužan da plaća dopunske doprinose radi ranog penzionisanja (beneficiranje); i treće, penzijski fond u koji su se slili privatizacioni vaučeri, ali koji nije dobro razvijen. Tokom perioda 1999-2005. godina Kapitalsko društvo je uplatilo 220 miliona evra u Fond za penzijsko i invalidsko osiguranje. Učešće KAD-a u nekim većim slovenačkim firmama bilo je (2002): Adria Airways 55,8%, Loterija Slovenije 25%, Cinkarna Celje 22,2%, Gorenje 17,7%, Sava 19,5%, Merkator 17%, Istrabenz 13%, Krka 14,4% itd.

## ZAKLJUČCI

Iz ovog poglavlja – iz navedenih načelnih razmatranja i iskustva sa fundiranim fondovima u svetu – može se izvesti nekoliko zaključaka:

1. shvatanje da je potrebno fundirati (kapitalizovati) penzijske sisteme danas preovlađuje kako u naučnoj literaturi, tako i u većini vlada i u međunarodnim organizacijama,

---

<sup>35</sup> Annual Report 2005, Fondes de reserve pour le retraites, 2006

<sup>36</sup> B. McCulloch and J. Frances - Governance of Public Pension Funds: New Zealand Superannuation Fund, 2nd Public Pension Fund Management Conference, World Bank, May 5-7 2003

2. suštinska dilema penzijske reforme je da li fundirati javni penzijski sistem ili privatne penzijske fondove; u novijem periodu više zemalja Latinske Amerike i zemalja u tranziciji preferira orijentaciju na obavezne privatne fundirane fondove (model Čilea i Svetske banke), dok se više razvijenih zemalja orijentiše na fundiranje državnih penzijskih sistema,
3. osnovni rizik sa orijentacijom na fundiranje javnih penzijskih sistema jeste onaj odavno poznat: da država obično neefikasno vodi privredna preduzeća, uključujući i finansijska, i da postoji rizik da se sredstva prikupljena u novom, fundiranom penzijskom fondu neracionalno koriste,
4. arhitektura dobro organizovanih i vođenih fundiranih državnih fondova je poznata: nezavisne, komercijalne, profesionalno vođene finansijske institucije pod nadzorom javnosti,
5. presudno pitanje je da li je politička sfera u jednoj zemlji, uključujući i državnu administraciju, dovoljno zrela da ozakoni valjana rešenja i da ih kasnije poštuje u praktičnom životu ili će prizemni politički motivi kompromitovati ovu ideju.



## Treće poglavlje

# STVARANJE JAVNOG FUNDIRANOG FONDA U SRBIJI

## OSNOVE PREDLOGA

U prethodnim razmatranjima ustanovili smo:

1. da je penzijski sistem Srbije u teškoj finansijskoj situaciji na kratak i srednji rok,
2. da će vrlo nepovoljne demografske promene tokom sledećih decenija neminovno i znatno otežati finansijsku poziciju penzijskog sistema Srbije,
3. da se druge zemlje u sličnoj situaciji odlučuju za potpuno ili delimično fundiranje svojih penzijskih sistema, neke u privatnoj neke u državnoj režiji,
4. da je Srbija razmotrila ideju fundiranja kroz obavezno privatno penzijsko osiguranje (model Svetske banke) i da je nije usvojila,
5. da je PIO fond zaposlenih već bio korisnik privatizacije u Srbiji po zakonima iz 1997. i 2001. godine, i u obliku vlasništva nad akcijama i u obliku prihoda od prodaje,
6. da je u ovom trenutku PIO fond vlasnik nevelike imovine: (1) nekretnina koje koristi (27 miliona evra u 2005) i (2) akcija iz privatizacije po zakonu iz 1997 koje i dalje prodaje Akcijski fond, kao i da postoje (3) sporna potraživanja imovine koja je prethodnih decenija PIO fond finansirao iz viškova penzijskog osiguranja,
7. Srbija može kapitalizovati sopstveni javni penzijski fond i iz njega (su)finansirati buduće penzijske obaveze.

Drugim rečima, problemi finansiranja penzijskog sistema su teški i biće teški i u bližoj i daljoj daljoj budućnosti, što znači da su fundamentalne refome nužne. Mnoge zemlje iste probleme pokušavaju rešiti fundiranjem penzijskog sistema, a i Srbiji preostaje, pošto je odbacila model Svetske banke, fundiranje državnog fonda. Sada je PIO fond vlasnik skromnih sredstava, i to nekretninama koje koristi za redovno funkcionisanje i akcija iz privatizacije kojima raspolaže Akcijski fond, a potencijalno veći kapital može biti imovina iz spornih potraživanja PIO fonda. Potrebna kapitalizacija PIO fonda može se, načelno govoreći, izvršiti iz tekućeg dohotka zemlje (iz doprinosa ili budžeta) ili iz postojeće imovine (iz privatizacije).

## SVRHA FONDA

### Olakšanje finansiranja penzija

Osnovna svrha javnog fundiranog fonda može biti i treba da bude olakšanje finansiranja penzija u srednjem i dugom roku, a kroz kombinaciju redovnih, tekućih sredstava i

sredstava fonda. Dodatnim finansiranjem penzija sredstvima ovog fonda obezbedilo bi se stabilnije finansiranje penzija i bar delimično rasteretio budžet Republike Srbije.

Inicijalni kapital fonda bi, budući da ne bi stajao u kasi već bio uložen u različite hartije od vrednosti, odbacivao prinos (dobit), pa bi sredstva raspoloživa za sufinansiranje penzija bila zbir uloženog kapitala i akumuliranih prinosa. Svakako, ukupan kapital fonda bio bi veći ukoliko se tokom vremena manje izdvaja za penzije, i obrnuto.

Oslonac na fundirani penzijski fond suštinski znači investiciju u sadašnjem trenutku koja će kao rezultat doneti smanjenje tereta u budućnosti. To znači izbegavanje ili ublažavanje daljih restriktivnih politika koje su neminovne za penzijski sistem sa isključivim tekućim finansiranjem u vremenu ozbiljnih finansijskih teškoća: povećanja stope doprinosa ili daljeg povišenja starosne granice za penzionisanje, ili nepovoljnijeg određivanja penzije pri penzionisanju, ili nepovoljnijeg indeksacionog mehanizma ili kombinacije ovih mera.

### Povećanje štednje i privrednog rasta

Stvaranje jednog kapitalnog fonda znači i povećanje štednje u zemlji, budući da bi alternativna upotreba ovog novca najverovatnije povećala potrošnju, bilo državnu, bilo stanovništva. A povećanje nacionalne štednje, pri pretpostavci o nepromenjenoj efikasnosti investicija, neminovno povećava stopu privrednog rasta, što je svakako poželjno u nedovoljno razvijenoj zemlji kakva je Srbija.

I zaista, stvaranje fundiranih penzijskih fondova, bilo državnih, bilo privatnih, standardno se uzima kao mera povećanja štednje i podsticaj privrednom razvoju. Jedina situacija kada se štednja na nivou zemlje ne poveća po stvaranju fundiranih fondova jeste ona kada stanovništvo smanji svoju štednju i tako u zbiru poništi štednju nastalu pojavom fonda. Takva reakcija stanovništva možda ima smisla u zemljama u kojima je stanovništvo, usled nerazvijenosti penzijskog sistema i razvijenosti tržišta kapitala, naviklo da optimizuje svoju finansijsku poziciju u starosti, ali u Srbiji verovatno ne bi bilo negativnih efekata ove vrste, jer je stanovništvo uglavnom naviklo da obezbeđenje dohotka u starosti očekuje od penzijskog sistema, a ne od sopstvene štednje tokom života i od kapitalnih prinosa na imovinu.

### Ispravljanje stare greške

Besplatan prenos kapitala penzijskom fondu može se smatrati i kao način ispravljanja jedne važne greške iz prošlosti, načinjene prilikom uspostavljanja fonda na bazi tekućeg finansiranja tokom prvih decenija posle Drugog svetskog rata. Naime, tada je broj penzionera bio nizak, a broj aktivnih osiguranika (zaposlenih) relativno visok, pa je bilo moguće potrebna sredstva za penzije prikupiti uz nisku stopu penzijskog doprinosa. Tako je i činjeno u Jugoslaviji, odnosno Srbiji, što je bila greška. Jer, time je propuštena prilika da se u fazi nezrelosti penzijskog sistema, tj. u vreme kada je malo penzionera, stvori rezerva iz koje će se delimično finansirati penzije znatno kasnije, u fazi zrelosti sistema, tj.

onda kada je puno penzionera, a relativno malo aktivnih osiguranika. I zaista, u Srbiji niko nije razmišljao o vremenu koje dolazi, već se zloupotrebljavala pogodnost faze nezrelosti penzijskog sistema i održavale stope penzijskog doprinosa na niskom, ali tada dovoljnom nivou i ostvarivale velikodušne penzije.

Ta stara greška može biti bar delimično ispravljena i sada prepuštanjem dela društvenog i državnog kapitala penzijskom fondu. To bi onda postao jedan oblik rezerve penzijskog fonda u sredstvima, ili kapitalu, koji, doduše, nije nastao postepenim akumuliranjem doprinosa i prinosa od njihovog investiranja kako je trebalo, već jednokratnim prenosom kapitala PIO fondu od strane države.

### Povećanje međugeneracijske pravednosti

Stvaranje kapitalnog fonda i odricanje sadašnjih generacija od jednog dela potrošnje predstavlja meru koja povećava međugeneracijsku pravednost penzijskog sistema, što je pozitivna stvar. Jer, u zemlji sa nepovoljnim demografskim tendencijama, kakva je Srbija, pogoršava se odnos broja zaposlenih i broja penzionera, te tako sve manji broj zaposlenih finansira penzije sve većeg broja penzionera. Tako će, prema napred navedenim projekcijama za sledećih pola veka, biti i u Srbiji. Kod penzijskog sistema sa tekućim finansiranjem to znači da buduće generacije preuzimaju na sebe sve veći teret finansiranja penzija prethodnih generacija. To, drugim rečima, znači da svaka aktivna generacija ispostavlja račun za povećani teret izdvajanja za finansiranje njenih penzija sledećim, malobrojnijim generacijama, što se ne može smatrati pravednim sa međugeneracijskog stanovišta.

Već pomenuta politika odžavanja niske stope doprinosa u vreme mladosti penzijskog sistema u Srbiji takođe nije bila fer prema generacijama koje dolaze, jer je značila da generacija aktivnih osiguranika iz vremena mladosti penzijskog sistema drže *svoj* teret finansiranja penzijskog sistema na niskom nivou, iako se sa sigurnošću moglo prognozirati da će teret finansiranja *njihovih* penzija biti znatno veći i da će ga morati podneti sledeće generacije zaposlenih. Znači, odgovoran pristup starijih prema dolazećim generacijama nalagao je da stopa doprinosa bude odmah postavljena na znatno viši nivo nego što je bio tadašnji i držana nepromenjenom na duže vreme. Time bi se ne samo prikupila kasnije dobrodošla sredstva, već i ujednačio teret finansiranja penzijskog sistema različitih generacija.

Stvaranje kapitalnog penzijskog fonda koji će sufinansirati buduće penzije predstavlja način najmanje delimičnog rasterećenja budućih generacija tereta finansiranja penzija i smanjenja potrebe za povećanjem stope doprinosa u budućnosti. Jer, u najpovoljnijem slučaju, na koji neke zemlje ciljaju pri stvaranju ovakvih fondova, stopa penzijskog doprinosa se neće povećavati u budućnosti, već će sav rast penzija finansirati fundirani javni fond.

## Povećanje kredibiliteta penzijskog sistema

Fundiranje penzijskog državnog fonda će povećati poverenje građana u penzijski sistem, što je potrebno radi smanjenja otpora uključenju u obavezno penzijsko osiguranje i naplate penzijskog doprinosa. Ovo poverenje narušeno je tokom 1990-tih godina, što je doprinelo masovnom izbegavanju plaćanja doprinosa pošto mnogi pojedinci nisu više videli smisla plaćanju znatnog dela zarade za sistem koji tako malo pruža za uzvrat. Poverenje je delimično povraćeno u poslednjih 6 godina, pošto su isplate penzija postale redovne, ali nepoverenje i dalje postoji zbog reformskih rešenja koja smanjuju (očekivana) prava iz osiguranja (nepovoljnija indeksacija penzija i slično).

Opštije posmatrano, građani poklanjaju veće poverenje penzijskom fondu koji raspolaže kapitalom nego fondu koji se zasniva isključivo na tekućem finansiranju. Stoga je znatno uverljivije da državni fond poseduje kapital bar za deo budućih penzijskih obaveza, na primer za nekoliko godina finansiranja penzija, nego da sve te obaveze budu 'pokrivene' isključivo obećanjem (datom rečju) države.

### IZVORI KAPITALA FONDA

Fundiranje penzijskog sistema, makar i delimično, ne može biti izvedeno malim kapitalom. Uzrok tome su vrlo velike sume potrebne za finansiranje penzija u jednoj godini (sedmina ili desetina društvenog proizvoda Srbije) i iz toga izvedena potreba da i kapital u penzijskom fondu bude priličan kako bi prinos od njega predstavljao sumu značajnu za nivo penzijskih rashoda, pa i za manji, ali uočljiv deo ukupnog penzijskog računa kod sufinansiranja. U protivnom, tj. ukoliko se odvoje mala sredstva, fond će biti nevažan za finansiranje penzija, pa je pitanje da li ima smisla trošiti energiju na takav neambiciozan poduhvat.

U nastavku ćemo pomenuti i razmotriti pet izvora novca za fundiranje penzijskog fonda: sopstvene akcije PIO fonda, spornu imovinu, akcije iz privatizacije koje su predviđene za besplatnu podelu građanima, ostale neprodane akcije iz privatizacije i ostale prihode.

Šesti i uobičajeni izvor – permanentno izdvajanje novca kroz penzijske doprinose ili iz opštih budžetskih sredstava – nećemo bliže razmatrati pošto ga smatramo teško prihvatljivim u ovom trenutku:

- (1) jer bi predstavljao novo opterećenje stanovništva i/ili budžeta u ionako teškim prilikama, kada to opterećenje svakako ne treba povećavati zbog očuvanja standarda stanovništva i omogućavanja privrednog razvoja zemlje,
- (2) nije preko potrebno, pošto postoje drugi, već pomenuti i pogodniji načini inicijalne kapitalizacije penzijskog fonda.

Ova ideja – korišćenje privatizacije za finansiranje penzija – prisutna je u Srbiji odavno. Po zakonu o svjetskoj transformaciji iz 1997. godine deset procenata društvenog kapitala pripadalo je PIO fondu zaposlenih, a po Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine deset procenata prihoda od prodaje društvenog i državnog kapitala transferiše se PIO fondu

zaposlenih. Tako se pokazuje da ideja koja se razmatra u ovoj studiji nikako nije nova, već je deo sistema i privatizacije i penzijskog osiguranja u dužem vremenskom periodu.

Primetimo da među predloženim izvorima za kapitalizaciju penzijskog sistema nema tekućeg dohotka ni u jednom obliku, već samo postojeće imovine, odnosno kapitala. To znači da kapitalizacija penzijskog sistema ne bi opterećivala tekući društveni proizvod, već bi isključivo bila izvršena iz realokacije imovine, a prvenstveno iz društvenog i državnog kapitala. Time bi čak bila olakšana privatizacija preostalog kapitala, o čemu će još biti reči.

Drugačije rečeno, fond bi, po ovom konceptu, jednokratno primio imovinu/kapital umesto stalnih budžetskih subvencija,<sup>37</sup> što je bolje i za državu, i za privredu, i za stanovništvo.

### Sopstvene akcije PIO fonda

PIO fond je već sada, kako je bilo reči u prethodnom poglavlju, vlasnik akcija većeg broja preduzeća koja su pokrenula privatizaciju po Zakonu o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine. Po tom zakonu se prilikom privatizacije izdvajalo 10 procenata ukupnog broja akcija u korist penzijskog fonda, a kako bi se olakšalo buduće finansiranje penzija. Broj preduzeća čije su akcije bile i sada su u vlasništvu PIO fonda nije veći stoga što je privatizacija po tom zakonu bila neobavezna i što se vrlo usporeno odvijala sve do promena 5. oktobra 2000. godine, kada je dobila na ubrzanju i kada je oko 500 preduzeća ušlo u proces privatizacije. Iz ove grupe potiču, znači, akcije u svojini PIO fonda.<sup>38</sup>

Propisima o privatizaciji sve akcije koje su vlasništvo PIO fonda predate su Akcijskom fondu kako bi ih on prodao i prihod od njih transferisao, po odbitku troškova, PIO fondu. Tako se i radilo od 2002. godine do danas, a ukupan prihod PIO fonda po ovom osnovu izneo je 7,5 milijardi dinara (2002-2005. godina).

Osnovna strategija Akcijskog fonda bila je brza privatizacija, bez previše gledanja na visinu cene koja se postiže. Ovakva strategija bila je prirodna za instituciju koja ne samo da nije vlasnik tih akcija, već koja ima i vremenski ograničen mandat za prodaju, prvo do sredine 2007. godine, a sada do 31. decembra 2008. godine. Znači, zadatak Akcijskog fonda bila je relativno brza prodaja akcija u njegovom posedu, a ne maksimizacija prihoda od prodaje. Stoga ima ocena da je Fond prodavao akcije jeftino, budući da su one kasnije povećale svoju vrednost za tri ili šest puta.<sup>39</sup>

Korišćenje akcija u svojini PIO fonda regulisano je zakonima o privatizaciji i o Akcijskom fondu. Njima je propisano da (1) PIO fond ne može sam prodavati akcije u svom vlasništvu, već to može činiti samo Akcijski fond u ime i za račun PIO fonda, i (2) PIO

---

<sup>37</sup> Deo budžetskih subvencija PIO fondu bi svakako ostao, budući da bi za ukidanje svih subvencija trebalo kapitalskom fondu obezbediti izuzetno veliki kapital.

<sup>38</sup> Po Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine prodaje se i tih 10% namenjenih PIO fondu, pa mu se transferišu primljena sredstva.

<sup>39</sup> Videti M. Zec, B. Živković i M. Vasiljević – Distribucija vlasničkih prava građanima iz Privatizacionog registra, 24.8.2006, str. 87

fond ne može učestvovati u upravljanju preduzećima čiji je (su)vlasnik, mada to Akcijski fond može na osnovu svojih akcija. Ova rešenja mogu imati smisla ukoliko se PIO fond shvata isključivo kao potrošač novca koji se sliva u njegovu kasu i kasu budžeta Srbije, tj. kao institucija koja ne treba i ne može (nije kvalifikovana i sposobna) da se bavi vlasničkim poslovima i upravljanjem sopstvenom imovinom. Takva je procena bila u osnovi tačna u prethodnom periodu, ali ne mora da važi i u narednom. Ukoliko se drugačije koncipiraju poslovi, kao što se predviđa u ovoj studiji, PIO fond Srbije može postati efikasan vlasnik sopstvenog kapitala.

Ove akcije mogu da postanu deo portfelja fundiranog penzijskog fonda. Njihova vrednost nije posebno velika, a ni dovoljna za potrebe fundiranja, ali su one dobrodošla dopuna drugim metodima prikupljanja inicijalnog kapitala.

Pošto bi ove akcije ušle u novi fond, to bi trebalo odmah obustaviti nove prodaje od strane Akcijskog fonda i preneti sve preostale akcije na raspolaganje novog fundiranog fonda. Ovo rešenje podrazumeva promenu sledećih rešenja u postojećem zakonodavstvu:

1. ukinuti rešenja iz Zakona o privatizaciji (član 70) i Zakona o Akcijskom fondu (član 10) kojima je predviđeno da Akcijski fond prodaje akcije koje su vlasništvo PIO fonda,
2. ukinuti rešenje iz Zakona o Akcijskom fondu (član 8a) kojima je predviđeno da Akcijski fond poseduje osnovna upravljačka prava iz akcija kojima raspolaže, među njima i akcijama koje su u vlasništvu PIO fonda.

Ovim i srodnim izmenama u zakonodavstvu trebalo bi postići da PIO fond stekne normalna prava koja ima svaki vlasnik akcija: da ih prodaje ili ne prodaje po svojoj volji, da koristi upravljačka prava u skladu sa zakonom i slično.

### Besplatne akcije namenjene građanima

Osnovni izvor kapitala novog fundiranog fonda može biti privatizacija. Ali, ne onih 10 procenata od svake prodaje društvenog i državnog kapitala koji se transferišu PIO fondu prema važećem Zakonu o privatizaciji, pošto se tim sredstvima finansiraju tekuće penzije, već akcije koje su, po sadašnjim propisima, namenjene za besplatnu podelu građanima i, delimično, zaposlenima i penzionerima. Te akcija za sada nisu podeljene građanima i predstavljaju potencijalnu rezervu za buduće penzije i penzijski sistem.

Pogledajmo detaljnije. Zakon o privatizaciji iz 2001. godine nije precizno propisao završetak privatizacije u Srbiji. Predvideo je da se građanima Srbije besplatno podeli najmanje 15 procenata društvenog kapitala iz preduzeća koja se privatizuju tenderskim metodom (to su veća preduzeća), a zaposlenima i penzionerima najviše 15 procenata u svim preduzećima (i onima koja se prodaju tenderski i ona koja se prodaju na aukcijama). Dosadašnje iskustvo je pokazalo da zaposleni i penzioneri često nisu u stanju da dostignu zakonom omogućenih 15 procenata besplatne podelu, a iz dva razloga: prvo, postoje individualni limiti od 200 evra po godini radnog staža, što znači da je maksimum za pojedinca pred penzijom osam hiljada evra, a obično znatno manje; i drugo, na tenderima

se obično prodaju kapitalno intenzivna preduzeća, pa zaposleni i penzioneri, i uz korišćenje individualnih maksimuma, najčešće ne mogu da ostvare pravo na besplatnu podelu veće od 5 do 7 procenata društvenog kapitala. Onaj deo od 15 procenata što se ne podeli besplatno zaposlenima i penzionerima preneće se, kako je propisano, za besplatnu podelu građanima i tako uvećati tu kvotu akcija.

Slično tome, izmenama Zakona o javnim preduzećima i obavljanju delatnosti od opšteg interesa iz decembra 2005. godine predviđena su slična rešenja za javna, državna preduzeća: 30 procenata se prilikom privatizacije besplatno deli građanima i zaposlenima (i penzionerima), s tim da za zaposlene važi limit od 200 evra za jednu godinu radnog staža. Ono što zaposleni ne uspeju da besplatno podele prenosi se za besplatnu podelu građanima, tj. i ovde se onih 15 namenjenih besplatnoj podeli građanima uvećava za onaj deo 15 procenata namenjenih zaposlenima koji nije besplatno distribuiran.

Budući da se približava krajnji rok za privatizaciju društvenog kapitala (mart 2007. godine, koji je već prekoračen), pitanje je šta i kako raditi sa kapitalom koji je namenjen za besplatnu podelu stanovništvu budući da Zakon o privatizaciji to pitanje nije rešio na operativan način, već samo na nivou principa. Pitanje je smisljeno, jer je nejasno kako distribuirati akcije određenog broja preduzeća svim punoletnim građanima na razuman način, budući da nema smisla ideja da svaki od njih postane vlasnik jednog petmilionitog ili šestmilionitog dela svakog od većih preduzeća (onih koji su prodavani na tenderima). Jedna realna mogućnost rešenja ovog problema je sledeća: *da se akcije namenjene stanovništvu prenesu u vlasništvo PIO fonda i na taj način izvrši njegovo delimično fundiranje*. Isto važi i za akcije namenjene stanovništvu iz javnih državnih preduzeća u državnoj svojini, za čiju privatizaciju ne postoji rok i čije bi akcije stoga stizale u fundirani penzijski fond tokom sledećih godina. Na taj način bi se ne samo kapitalizovao penzijski fond, već i rešio problem realizacije programa distribucije besplatnih akcija.

Odmah se, naravno, postavlja pitanje da li bi prenosom ovih akcija penzijskom fondu izneverilo rešenje iz Zakona o privatizaciji o besplatnoj distribuciji akcija građanima. Odgovor na ovo pitanje je potvrđan, ali samo u formalnom smislu. Jer, tačno je da bi prenos akcija namenjenih besplatnoj distribuciji građanima penzijskom fondu bio u neskladu sa Zakonom o privatizaciji. No, taj se tehnički problem može lako rešiti izmenom zakona.

Važnije je pitanje da li bi se prenosom ovih akcija penzijskom fondu izneverila suština ideje iz zakona, a to je da građanstvo bude neposredni korisnik privatizacije. Mi verujemo da ne bi. Pogledajmo detaljnije. Penzijsko osiguranje svakako koristi aktivnim osiguranicima i penzionerima budući da im obezbeđuje dohodak u starosti – osiguranicima kada se penzionišu, a penzionerima već sada. Prenos kapitala penzijskom fondu praktično znači realokaciju sa njihove tačke gledišta: umesto akcija, koje se mogu konvertovati u novac u ovom trenutku, dobiće dohodak posredstvom penzijskog sistema, tj. kroz sigurniju i veću penziju. Zaposleni će, pored toga, ostvariti još jednu korist plaćajući manji penzijski doprinos nego što bi inače plaćali bez fundiranog penzijskog fonda. Drugim rečima, i zaposleni i penzioneri imaju očevidne i sigurne koristi od transfera akcija penzijskom sistemu, tako da izmena zakona svakako ne bi prema njima bila nepravedna.

Postoji jedna kategorija stanovništva za koju se može pretpostaviti da bi podnela izvestan gubitak od predloženog rešenja: to su oni građani koji nemaju veze za penzijskim sistemom, budući da nisu ni osiguranici, ni penzioneri, niti žive u domaćinstvu sa osiguranicima i penzionerima. Takvi pojedinci, sa jedne strane, svakako predstavljaju znatnu manjinu u stanovništvu Srbije i, sa druge strane, i oni bi bili na određenom dobitku. Naime, kapitalizacija penzijskog sistema donela bi smanjenje pritiska penzijskog osiguranja na budžet, odnosno smanjenje budžetskih izdvajanja za penzijsko osiguranje, što bi i ovoj kategoriji koristilo kako na strani punjenja budžeta (manji njihov doprinos), tako i na strani budžetskih rashoda (manje izdvajanje za penzije omogućuje veće izdvajanje za druge, njima korisne svrhe).

Do kraja 2006. godine održane su tenderske prodaje 78 preduzeća sa društvenim kapitalom (tu su i duvanska i cementna industrija) i ostvaren je prihod 964 miliona evra. 15% od ukupnog društvenog kapitala u ovim preduzećima namenjenih besplatnoj podeli građanima iznosi 207 miliona evra, a prema cenama akcija postignutim na tenderima. Do kraja privatizacije predviđeno je održavanje još 99 tendera, što će uvećati ovu svotu. Ipak, budući da se pretežno radi o slabijim preduzećima, verovatno je da će rast vrednosti akcija za podelu građanima biti umeren. Ovome treba dodati jedan deo onih akcija koj su namenjene za besplatnu podelu zaposlenima i penzionerima, a na koje oni neće imati prava zbog individualnih limita, pa će se pridodati akcijama za besplatnu podelu građanima. Jedna oprezna ocena mogla bi da bude da će sveukupna suma za besplatnu podelu građanima po završetku privatizacije dostići vrednost od 300 do 400 miliona evra.

#### Neprodate akcije iz privatizacije

Sledeći potencijalni izvor kapitala za kapitalizaciju penzijskog sistema su neprodate akcije tokom procesa privatizacije, i to dva tipa: kod Agencije za privatizaciju i kod Akcijskog fonda.

Privatizacija društvenog kapitala je u završnoj fazi početkom 2007. godine, makar sudeći po rokovima. Naime, Zakon o privatizaciji predvideo je okončanje procesa privatizacije društvenih i mešovutih (tj. komercijalnih) preduzeća u roku od šest godina, što je mart 2007. godine. Koliko se zna, privatizacija sada, u januaru 2007, ni izbliza nije pri kraju, već se u Agenciji za privatizaciju priprema početak postupka za oko 1200 preduzeća. To znači da će ne samo u martu, već i kasnije ostati veći broj neprivatizovanih preduzeća. Iako su neka od njih sigurno neatraktivna, među njima svakako postoje vredna preduzeća koja bi, uz vlasničku brigu, mogla da dostignu određenu profitabilnost, a time i vrednost. Druga važna činjenica je sledeća: ukoliko bi se ovih 1200 preduzeća, uključujući i stotinak velikih koji će se prodavati na tenderu, u kratkom roku pojavilo na tržištu stvorio bi se višak tražnje i njihove cene bi pale, verovatno ispod prihvatljive mere. Stoga sa prodajom ove grupe preduzeća ne treba žuriti po svaku cenu kako bi se ispoštovali rokovi, već bi trebalo iskoristiti alternativni put: preneti svojину nad njima na javni fundirani fond i tome završiti njihovu privatizaciju, dodatno fundirati penzijski sistem i time omogućiti restrukturiranje onih preduzeća kojima je restrukturiranje neophodno.



Zakonom o Akcijskom fondu propisano je, kako smo već naveli, da sve akcije u njegovom portfelju moraju biti prodane do 31. decembra 2008. godine. Predviđeni rok takođe ne treba produžavati. Budući da Akcioni fond ne može u kratkom roku prodati sve akcije po razumnoj ceni, a da prodaja po niskim cenama nema smisla sa državnog stanovništva, najbolje je da se sve preostale akcije kod Akcijskog fonda prenesu na fundirani fond radi njegove dodatne kapitalizacije. Ovaj fond, a s obzirom na njegov veoma dug vremenski horizont, može sačekati postepeno povećanje vrednosti akcija koje su bile u posedu Akcijskog fonda koje je, pošto je on manjinski vlasnik, neminovno za većinu akcija.

Da sumiramo ovaj odeljak: prenos neprodanih akcija fundiranom fondu omogućuje kako zakoniti završetak privatizacije, tako i kapitalizaciju javnog fundiranog fonda.

### Rezerve fonda samostalnih delatnosti

Fond samostalnih delatnosti akumulirao je tokom vremena rezerve neutrošenih sredstava, a na osnovu viškova, odnosno suficita prihoda nad rashodima koji se permanentno pojavljuju kao posledica vrlo povoljnog odnosa aktivnih osiguranika i penzionera (6,5 u 2006 godini). Taj novac se sada investira, tj. ulaže u banke, hartije od vrednosti i slično i donosi prinos. Njegov obim se procenjuje na oko 150 miliona evra.

Pošto će 1. januara 2008. godine doći do fuzionisanja sva tri fonda u jedan., to će i ovaj novac doći u obzir za ulaganje u investicioni fond. Ovo tim pre što mu je i sada namena investiciona, tj. i sada služi kao instrument obezbeđivanja budućih isplata penzija kroz investicioni oplođavanje.

### Sporna imovina

PIO fond Srbije potražuje znatnu imovinu na osnovu svojih finansijskih ulaganja u razne vrste neprivrednih ustanova i privrednih preduzeća izvršenih tokom prethodnih decenija. Naime, tokom 1970-tih i 1980-tih godina PIO fond imao je prilične tekuće viškove prihoda u odnosu na rashode. Tim viškovima nije fundiran penzijski fond, već su korišćeni za izgradnju raznih objekata, pri čemu je novac penzijskog sistema nepovratno prelišan drugde.

Institucije u koje su investirana sredstva penzijskog osiguranja bile su:

- zdravstvene organizacije,
- rehabilitacioni centri,
- zaštitne organizacije,
- vodni objekti,
- rudnici,
- preduzeća,
- ostali korisnici sredstava.

Kako se vidi, nijedna od pomenutih grupa korisnika ne pripada penzijskom sistemu. Tek neke od njih (zdravstvene, rehabilitacione i za invalide) imaju određene, indirektne veze za svrhom penzijskog osiguranja, dok ostale predstavljaju ulaganja potpuno neodgovarajuće korisnike novca penzijskog sistema.

O ulaganjima se odlučivalo na političkom nivou, a rukovodstvo PIO fonda je samo formalno odobravalno drugde napravljen program ulaganja. PIO fond nije na osnovu finansijskih sredstava sticao nikakva formalna prava prema imovini ili firmama koje su na taj način građene, odnosno stvarane. Očigledno je da je kasa penzijskog osiguranja korišćena kao rezervni investicioni budžet, koji je povremeno bilo još lakše koristiti nego redovan republički budžet, a koji je potpadao pod izvesne parlamentarne procedure.

Danas se postavlja pitanje kakva su prava PIO fonda prema imovini i firmama podignutim novcem penzijskog osiguranja. Vremena su se promenila i danas je sasvim prirodno da se iz ulaganja sredstava izvode svojinska prava, pa je i prirodno da se to pitanje postavlja i za stare investicije.

Pitanje eventualnih prava PIO fonda prema ovoj imovini može se posmatrati bar na tri različita plana: pravnom, moralnom i ekonomskom. O pravnom aspektu biće više reči u petom poglavlju. Moralni se može ukratko rezimirati na sledeći način: ti objekti su delimično ili u celini finansirani sredstvima penzijskog osiguranja i pravedno je da pripadnu, bar neki od njih, PIO fondu. Treba vratiti ono što je bez stvarnog razloga i prava uzeto od nekoga, tj. od PIO fonda, čak i ukoliko to uže pravni razlozi ne nalažu.

Ekonomski razlog je već poznat: dobro je kapitalizovati penzijski fond, pa bi trebalo, čak i ukoliko PIO fond nema nikakva formalna prava, preneti PIO fondu spornu imovinu, odnosno jedan njen deo. Na taj način bi se olakšali problemi finansiranja penzija u srednjem i dugom roku.

Svakako, nema smisla preneti u svojinu fonda svu imovinu koja je (su)finansirana iz penzijskih prihoda, kao, na primer, domove zdravlja, bolnice ili infrastrukturu. Ipak, pojedine kategorije sasvim se razumno mogu naći u imovini fonda – na primer rehabilitacioni centri, odnosno banje. Ovi objekti su praktično komercijalno orijentisani i stoga mogu donositi prihod i profit, pa samim tim predstavljaju imovinu u koju vredi investirati, odnosno kupovati i prodavati.

Ovu imovinu, ukoliko pripadne PIO fondu, trebalo bi u prvom koraku poveriti posebno osnovanom preduzeću za upravljanje, a koje bi bilo u vlasništvu PIO fonda. Jer, kapitalizovani penzijski fond je predviđen kao investicioni fond, tj. fond koji se isključivo bavi finansijskim operacijama, a ne neposrednim upravljanjem privrednim preduzećima. Stoga bi bilo nužno da se upravljanjem i finansijskim, funkcionalnim i organizacionim restrukturiranjem sve sada sporne imovine koju na kraju dobije u vlasništvo PIO fond bavi posebno preduzeće osnovano za tu svrhu. PIO fond bi postavljao upravni odbor ovog holding preduzeća i ostvarivao pravo na dobit. Tek u drugom koraku – kada sav novostečeni kapital bude restrukturiran i spreman za izlazak na finansijsko tržište – moguće je doneti odluku da se on prenese u portfelj kapitalizovanog penzijskog fonda.

## Ostalo

Među potencijalnim izvorima, koji su jednokratni, odnosno koji po svojoj prirodi ne mogu biti redovni i stalni, mogu se pomenuti sledeći:

- budžetski viškovi, koji će se povremeno javljati i koji se već javljaju; kada vlada nema prećih potreba za trošenje prikupljenih budžetskih sredstava, može se pokazati da je investiranje u budućnost najbolja opcija, a ulaganje u fundiranje penzijskog sisetma svakako predstavlja dobro ulaganje u budućnost,
- prihodi od privatizacija državne imovine po završetku ovog talasa privatizacije; naime, tokom sledećih decenija moguće su prodaje državne imovine ili državnih preduzeća ili državnih vlasničkih hartija od vrednosti, pa je moguće da se taj prihod ili njegov deo usmere u fundirani penzijski fond, kao što je Irska učinila sa prihodom od prodaje Telekoma ili kao što Norveška sve vreme čini sa viškovima prihoda od prodaje nafte,
- donacije, pokloni i slično.

Na kraju, ipak se ne mogu u dužem roku sasvim isključiti redovne budžetske dotacije. Naime, ukoliko tokom sledećih par decenija Srbija brzo ekonomski napreduje, moguće je da se, kao i kod nekih drugih naprednih zemalja (Irska, Novi Zeland itd), proceni da bi bilo dobro iz budžeta postepeno povećavati kapital fonda.

## Koncizan pregled potencijalne aktive fonda

Napravimo i pregled svih izvora finansiranja koji su predviđeni:

1. preostale akcije u vlasništvu PIO fonda koje trenutno prodaje Akcijski fond,
2. akcije namenjene besplatnoj podeli stanovništvu iz društvenog kapitala,
3. nepodeljene akcije namenjene besplatnoj podeli zaposlenima i penzionerima iz društvenog kapitala,
4. akcije namenjene besplatnoj podeli stanovništvu iz državnog kapitala u javnim preduzećima,
5. nepodeljene akcije namenjene besplatnoj podeli zaposlenima i penzionerima iz državnog kapitala u javnim preduzećima,
6. nerodate akcije iz društvenog kapitala do krajnjih rokova za privatizaciju (Akcijski fond plus Agencija za privatizaciju),
7. akumulirane rezerve fonda samostalnih delatnosti,
8. sporna imovina PIO fonda
9. ostalo, gde dolaze eventualni budžetski viškovi, prihodi od kasnijih privatizacije državne imovine i slično.

Ukupna vrednost ove potencijalne aktive fonda se ne može utvrditi iz više razloga: mada pri kraju, proces privatizacije društvenog kapitala još nije završen: proces privatizacije državnog kapitala u javnim preduzećima tek predstoji, a, svakako, ne zna se njegova

vrednost; ne zna se koji će deo sporne imovine pripasti PIO fondima, niti kolika je to vrednost itd. Jedina dva relativno pouzdana podatka su:

- 15% akcija tenderske privatizacije namenjenih građanima vredi za do sada (januar 2007) održane tendere, prema postignutim cenama, 207 miliona evra,
- akumulirane rezerve fonda samostalnih delatnosti 150 miliona evra.

#### Odnos sa Nacionalnim investicionim fondom

Potrebno je ovde pomenuti i jednu skorašnju studiju koja se po temi, odnosno problemu koji razmatra delimično poklapa sa ovom: to je studija Miodraga Zeca, Boška Živkovića i Mirka Vasiljevića pod nazivom *Distribucija vlasničkih prava građanima iz Privatizacionog registra* (2006), urađena za potrebe Ministarstva privrede. Njena svrha je koncipiranje predloga za završetak privatizacije u Srbiji, a povodom pitanja koje je u Zakonu o privatizaciji ostalo nerešeno: kako operativno podeliti besplatne akcije građanima? Predlog iz pomenute studije je sledeći: treba formirati novi fond, zvan Nacionalni investicioni fond, kome bi se prenele sve akcije namenjene besplatnoj podeli građanima i zatim vlasništvo nad tim fondom u vidu akcija podeliti svim punoletnim građanima Srbije. Ovom fondu bi trebalo, prema sugestiji autora, preneti i sve preostale, neprodane akcije iz privatizacije, kako one koje su u posedu Akcijskog fonda, tako i one koje je trebalo da proda Agencija za privatizaciju.

Sličnost i srodnost između ova dva predloga (Zec, Živković i Vasiljević, sa jedne, i Mijatović i Hiber, sa druge strane) je očigledna, kao i jedna razlika:

- oba predloga predviđaju: stvaranje jednog novog investicionog fonda kome bi bile prenete akcije iz privatizacije, kako one namenjene besplatnoj podeli građanima i one preostale po besplatnoj podeli zaposlenima, tako i one koje su ostale neprodane do krajnjih rokova predviđenih propisima o privatizaciji,
- predlog Mijatovića i Hibera dodaje aktivi fonda još akcije iz privatizacije u vlasništvu PIO fonda i drugu njegovu imovinu (nekretnine i firme, sada u sporu),
- uočljiva je razlika kod svojine nad novim fondom: kod Zeca, Živkovića i Vasiljevića vlasnici bi bili svi punoletni građani Srbije, a kod Mijatovića i Hibera vlasnik bi bio Republika Srbija.

Drugim rečima, predlog iz ove studije može se shvatiti kao dogradnja koncepta koga zastupaju Zec, Živković i Vasiljević u pogledu imovine fonda i njegove namene, iz čega proizilazi i drugačije rešeno vlasništvo nad fondom. Međutim, razlika u vlasništvu samo je formalno velika, a u suštini je mala: i u jednom i u drugom slučaju vlasnik fonda biće stanovništvo Srbije, bilo neposredno (kroz akcije), bilo posredstvom penzijskog fonda koji je javna institucija koja nikome drugom ne služi nego velikoj većini stanovništva Srbije.

Predlog Mijatovića i Hibera poseduje jednu potencijalno veliku prednost nad predlogom Zeca, Živkovića i Vasiljevića u oblasti korporativnog upravljanja. Naime, ovaj drugi predlog predviđa da akcionari i vlasnici fonda budu svi punoletni građani Srbije, što znači oko 5,5 miliona vlasnika. Otvoreno je i ozbiljno pitanje kako će 5,5 miliona ljudi upravljati fondom, birati valjanu skupštinu akcionara i donositi sve druge odluke. Kod ovako velike

diperzije vlasništva nijedan od vlasnika nema ni motiva ni snage da realno utiče na razvoj događaja, pa je lako moguće da upravljanje fondom još prilikom formiranja fonda preuzme neka neformalna grupa, možda postavljena od strane neke političke partije, koja bi loše vodila poslove i, možda, upropastila njegov kapital na ko zna koje ciljeve. U zemlji u tranziciji kakva je Srbija daleko je bolje da vlasništvo nad firmom bude koncentrisano kako bi se omogućilo vlasniku, ili grupi vlasnika, da lako donose odluke, a i time i da dobro upravlja. Iz ovog razloga je u Srbiji i odabran koncept provatizacije prodajom 70% kapitala licitacionim postupkom kojim se dobija jedan strateški, dominantan vlasnik koji neće imati sve probleme tipa principal-agent koje korporativnom upravljanju donosi široka disperzija vlasništva. Drugim rečima, poveravanje Nacionalnog investicionog fonda u svojину PIO fonda rešava važan problem iz predloga Zeca, Živkovića i Vasiljevića, što mu daje znatnu komparativnu prednost.

## ORGANIZACIJA FONDA

O važnijim načelnim pitanjima organizacije i poslovanja fonda bilo je više reči u drugom poglavlju ove studije, tako da ćemo u nastavku, bez veće diskusije, izneti osnovne predloge za izgradnju srpskog fonda. Oslonićemo se na dva skupa preporuka za dobru organizaciju i upravljanje javnim penzijskim fondovima: Svetske banke<sup>40</sup> i Međunarodnog udruženja za socijalno osiguranje.<sup>41</sup>

Osnovni preduslov dobrog funkcionisanja fundiranog penzijskog fonda je sledeći: fond treba da bude zaštićen od neodgovorajućeg uticaja vlade dok ostvaruje ciljeve i politiku koju mu zakon nalaže. Drugim rečima, treba preduzeti sve moguće mere da se fond i njegova investiciona i ukupna poslovna politika zaštite od političkog uticaja koji bi bio usmeren na ostavrenje drugih, nepenzijskih ciljeva. Politička zloupotreba fonda je najdirektniji put ne samo kompromitacije ideje, već i rasipanja novca na inferiorne ciljeve i projekte. Stoga treba ustrojiti fond tako da njegov mandat, institucionalna samostalnost, upravljačka struktura, nadzor i transparentnost doprinose ostvarivanju ovog cilja nezavisnosti fonda od vlade, ali i obezbeđenju dobrih motiva i poslovne strategije svih uključenih u posao fonda.

Javni fundirani fond treba da ima jasan i jednostavan mandat – komercijalni, da ostvari najbolje moguće finansijske rezultate i tako što više uveća kapital fonda. Jer, višestruki ili nijasni mandati nepovoljno utiču na poslovanje fonda budući da dovode do nepotrebnih konflikata i, čak, konfuzije.

## Upravljanje

Javni fundirani penzijski fond bi trebalo da bude posebna institucija, osnovana specijalnim zakonom. Predstavljao bi nezavisnu instituciju u odnosu na vladu Srbije, kako bi bila

---

<sup>40</sup> Old Age Income Support in the 21st Century, The World Bank, 2005

<sup>41</sup> Guidelines for Investment of Social Security Funds, International Social Security Association, Geneva, 2004

smanjena mogućnost negativnog uticaja izvršne vlasti na poslovanje fonda. Bio bi pravno lice i, govoreći terminologijom Zakona o investicionim fondovima, obuvatao bi istovremeno i društvo za upravljanje i zatvoreni investicioni fond.

Fondom bi rukovodio upravni odbor. Najbolje bi bilo da on ne bude ni političko-partijski ni reprezentativan (tripartitan), već ekspertski po sastavu i zadacima. Time bi se pokušalo dalje smanjenje uloge politike u radu fonda, a uz povećanje verovatnoće kompetentnog upravljanja kapitalom fonda.

Imenovanju članova upravnog odbora trebalo bi posvetiti veliku pažnju kako bi bili izabrani nepolitički eksperti. Izbor bi trebalo da na kraju izvrši Skupština Srbije, ali je iskustvo sa Komisijom za hartije od vrednosti i nekim regulatornim agencijama pokazalo da to nije dovoljna brana postavljanju partijskih kadrova. Stoga bi trebalo, prvo, u zakon uneti stroge stručne kriterijume za članove upravnog odbora i, drugo, dopuniti proceduru izbora jednim nominacionim komitetom, kao u Kanadi, sastavljenim od viđenih eksperata, koji bi predložio Skupštini širu listu kandidata sa koje bi ona izabrala Upravni odbor.

Članovi upravnog odbora bi trebalo da imaju podsticajnu nagradu za rad, ali i strogu fiducijarnu obavezu prema fondu, odnosno penzionerima i državi. Morali bi, kako to definiše Zakon o privrednim društvima, da svoju dužnost obavljaju savesno, lojalno i sa pažnjom dobrog privrednika, kao i da nemaju konflikt interesa. U protivnom, postojala bi mogućnost krivične kazne. Ovakvim rešenjima trebalo bi da članovi Upravnog odbora budu podstaknuti na razuman angažman u korist fonda, a ne u ličnu ili partijsku korist.

Nagrada svih koji donose odluke – članova Upravnog odbora, menadžmenta, spoljnih kuća – trebalo bi da u najvećoj meri bude povezana sa performansama u njihovim poslovima. Dobri rezultati i pozitivno ponašanje donosili bi nagrade, a loši rezultati i kršenje pravila sankcije.

## Investiciona politika

### Ciljevi

Osnovni posao fonda biće ulaganja njegovog kapitala u investicione poslove. Činjenica da će fond najvećim delom primiti jedan portfelj akcija naših preduzeća uopšte ne menja tu osnovnu funkciju. Jer, zadatak fonda je da maksimira kapital uz razuman rizik, a ne da drži dobijeni portfelj nepromenjenim. Vrlo je verovatno da dobijeni portfelj neće biti optimalan sa investicionog stanovništva, pa će biti prirodno da ga fond restrukturira kako bi povećao dugoročne prinose i smanjio rizik. Navedimo jedan očevidan primer: fond će inicijalno posedovati, među hartijama od vrednosti, isključivo akcije, a fondovi ove vrste, pridržavajući se načela sigurnosti i vodeći donekle konzervativnu investicionu politiku, obično u portfelju drže dosta obveznica, tj. hartija od vrednost za fiksnim prinosom, kao sigurnijim plasmanom od akcija. Fond, jednostavno govoreći, neće biti komercijalna holding kompanija, već finansijski, investicioni fond sa dugoročnim investicionim horizontom.

Dva osnovna cilja investicione politike fonda treba da budu:

1. *sigurnost*, budući da se ne radi o špekulativnoj aktivnosti, već o penzijskom osiguranju i obavezi države da ga obezbedi na dugi rok, i
2. *profitabilnost*, što znači maksimalne prinose, uz prihvatljiv, umeren rizik.

Svakako, investicije treba da budu takve da se obezbedi ravnoteža između ovih ciljeva – profitabilnosti i sigurnosti.

Među ciljevima poslovanja ne treba da budu oni nepenzijski, kao što su ekonomski i socijalni (razvoj pojedinih sektora ili regiona, socijalno stanovanje, pomoć državnim preduzećima, infrastruktura i slično). Ovi ciljevi se mogu i moraju ostvarivati drugim institucijama i merama ekonomske i socijalne politike. Penzijski fond nije razvojno-socijalni fond, pa mu stoga treba dozvoliti da se bavi svojim poslom za koji je odgovoran prema korisnicima i javnosti, a bez uplitanja u tuđe poslove i zadatke.

Osnovni mandat fonda treba, znači, da bude čisto komercijalan usmeren na zarađivanje i povećanje kapitala fonda. Jer, njego zadatak je baš to – što veće olakšanje finansiranja penzija iz PIO fonda u budućnosti.

#### Investiciona strategija i politika

Upravni odbor fonda treba da se brine o investicionoj politici, koja treba da bude napismeno formulisana i da sadrži osnovna rešenja fundamentalnih dilema koja će se kasnije primenjivati u operativnom investicionom poslu.

Dokument o investicionoj politici mora izraziti poglede uprave fonda na program investiranja u budućnosti i okvir u kome se mora kretati operativna investiciona politika od strane menadžmenta. Taj dokument mora sadržati više stvari:

- kompoziciju portfelja izraženu osnovnim proporcijama pojedinih tipova hartija od vrednosti i druge imovine,
- dozvoljeni nivo rizika i toleranciju rizika,
- mere traženih kratkoročnih i dugoročnih performansi investicija, odnosno fonda u celini,
- način izveštavanja o stanju i rezultatima investicionih operacija,
- odnos prema korporativnom upravljanju u firmama u kojima je fond vlasnik (da li da se aktivno glasa i utiče na poslovanje firmi ili ne) i slično.

Prilikom sastavljanja investicionog plana potrebno je stalno imati u vidu:

- menadžment rizika,
- diverzifikaciju i disperziju aktive,
- usklađenost imovine i obaveza,
- valutnu usklađenost i
- permanentno merenje performansi i nadzor nad investiranjem.

Na menadžmentu fonda je da sprovedi usvojenu politiku. Važno pitanje je da li će operativna investiciona funkcija biti obavljana od strane zaposlenih u fondu ili će biti angažovane spoljne kuće. Bolje je, po našem mišljenju, angažovati profesionalne investicione kuće iz zemlje i inostranstva koje bi, makar i po višoj ceni, najverovatnije postizale bolje investicione rezultate nego unutrašnje, verovatno manje iskusne i vešte snage. Podrazumeva se i angažovanje pomoćnih spoljnih snaga, kao što su brokери, kastodi banke i slično. Izbor spoljnih firmi za obavljanje operativnih investicionih poslova trebalo bi da bude zasnovan na konkurentskim tenderima, a prema dobro definisanim kriterijumima kao što su visina naknada, iskustvo, ekspertiza itd.

Da bi investiranje bilo uspešnije, nužno je propisati metodologiju za merenje performansi investicija, a u razumnim vremenskim periodima. Ova metodologija podrazumeva unapred propisane standarde računovodstva i evaluacije, a merenje se vrši poređenjem rezultata sa unapred udređenim benčmarkom (nekim berzanskim indeksom). Osnovna mera je povećanje ili smanjenje neto vrednosti aktive fonda, korigovano za stepen rizika. Ovakve mere omogućavaju ocenu kvaliteta rada investicionih menadžera, pa time i njihove naknade i zadržavanje na poslu ili otkazivanje dalje saradnje.

#### Državna regulacija investicija

Jedan važan element investicione politike je zakonska ili uopšte državna regulacija investicija fonda. Na taj način država teži smanjenju rizika poslovanja fonda i, eventualno, ostvarenju drugih ekonomskih ciljeva. To se najčešće čini propisivanjem nekih minimuma ili maksimuma kod strukture portfelja fonda.

Kritične tačke za poslovanje fonda i njegovu sigurnost jesu dve odluke.

Prva je o učešću akcija i obveznica u strukturi portfelju fonda, a među ovim poslednjim o učešću državnih obveznica. Jer, akcije su rizičnije vrednosne hartije, pa opreznost investiranja svakako uključuje obveznice kao osnovni stabilizujući element. Međutim, uobičajena težnja država je da po firmom zaštite fonda od preteranih rizika propišu obavezu ovakvih fondova da u visokom procentu portfelja drže domaće državne obveznice, što nije dobro ni za fond (smanjuje mu prinose), ni za državu (uvlači je u sve veće deficite). Irska je ovu opasnost za fond sprečila zakonskom zabranom investiranja kapitala fonda u državne obveznice.

Druga je o odnosu domaćih i stranih hartija u strukturi portfelja. Propisivanje obaveze da fond plasira određeni procenat (do 100%) u domaće hartije nikako nije dobar za prinose fonda, jer mu ograničava pristup na inostrana finansijska tržišta na kojima su često i prinosi viši i rizik niži nego na domaćem tržištu. Sa druge strane, ukupna socijalna korist od investiranja može biti veća ukoliko se novac ulaže u domaće hartije jer se time podstiče domaći ekonomski razvoj. No, ovde treba biti veoma oprezan, budući da će prisiljavanje fonda na domaće investicije pre upropastiti fond nego podići domaću ekonomiju, što svakako ne treba da bude cilj. Fond treba da doprinese razvoju finansijskih tržišta u Srbiji, ali to ne sme da mu bude osnovna uloga, niti on treba da bude glavni pokretač ovog



razvoja. Jer, on treba da ostvaruje visok prinos uz umeren rizik, da bi odgovorio svojoj osnovnoj ulozi, pa ga ne treba izlagati rizicima neizgrađenog i plitkog domaćeg tržišta. Na primer, fond treba da ima diverzifikovan portfelj, što nije nemoguće na plitkom srpskom finansijskom tržištu, gde bi neminovno bio veoma usmeren na nekoliko velikih preduzeća i zavistan od kretanja cena njihovih akcija, što je suviše rizična opcija. Ili, fluktuacije cena hartija na domaćem tržištu mogu biti i verovatno će biti velike, što bi se nepovoljno odražavalo na finansijsku poziciju fonda, isto kao i nekividnost (nemogućnost prodaje, ili teškoće da se hartija proda) mnogih domaćih hartija.

Sa stanovišta razumno upravljanoj fonda, ograničavanje investicione aktivnosti u bilo kom pravcu nije potrebno, jer je puna sloboda najbolja osnova za maksimalan investicioni prinos. Drugim rečima, svako ograničenje investicija donosi smanjenje broja investicionih opcija i stoga je štetno.

Ukoliko se, pak, oceni nužnim postavljanje određenih limita, onda se mogu preporučiti neka pravila:

- neka se restrikcije smanjuju tokom vremena, jer početno opravdanje neiskustvom uprave fonda kasnije gubi na uverljivosti,
- neka se ne postavljaju donji limiti ('najmanje ... procenata'), već isključivo gornji ('najviše do ... procenata'); ovo pravilo je usmereno protiv preteranog usmerenja na državne obveznice kroz propisivanje obaveze držanja njihove značajne količine kroz visok minimalni prag,
- neka se propiše zaštita od previsokih rizika iz derivata, posebno kada nisu osigurani (hedžovani) od kursnog rizika.

### Transparentnost

Od suštinske važnosti za dobro funkcionisanje fonda tokom više decenija je maksimalan pritisak kako na političku sferu, tako i na upravu fonda da maksimiziraju njegove rezultate. Jedan od efikasnijih načina za dostizanje ovog cilja jeste objavljivanje svih važnih informacija o poslovanju fonda, uz obezbeđenje njihove pouzdanosti. Na taj način svako može da pokrene pitanje kvaliteta rada uprave fonda i da zatraži od nje polaganje računa o pojedinim potezima i radu u celini.

Osnovni elementi koje bi trebalo učiniti dostupnim javnosti, a pre svih Skupštini Srbije, jesu organizacija fonda i podela nadležnosti, a posebno organizacija njegovog investicionog odeljenja, zatim dokument o investicionoj politici, potom performanse na relevantnim područjima: administrativnih troškovi, poštovanje zakona i, najvažnije, investicioni prinosi. Detaljne izveštaje potrebno je objavljivati najmanje jednom godišnje, a po mogućstvu i kvartalno.

Radi povećanja transparentnosti i pouzdanosti informacija i izveštaja, a kako bi bilo moguće polaganje računa i eventualna promena svih aktera, izuzetno je korisno vršiti oditovanje finansijskih, računovodstvenih, aktuarskih i upravljačkih praksi i izveštaja od strane nezavisnih revizora. Verovatnića pogrešnog rukovođenja ili nepoželjnih uticaja se

može znatno smanjiti ukoliko je javnost pravovremeno i tačno informisana o svim bitnim zbivanjima. Godišnji izveštaj mora biti oditovan od strane nezavisnog revizora.

## ZAKLJUČAK

Predlog koji je ovde iznet može doprineti ublažavanju penzijske krize u bližoj i daljoj budućnosti, a na korist i stanovništva Srbije i njenog budžeta. No, ova ideja ima smisla jedino ukoliko je Srbija u stanju da na dobar način ozakoni dobar model javnog fundiranog penzijskog fonda i da taj model sprovodi kako je koncipiran i ozakonjen. U protivnom, bolje je uzdržati se od ovog poduhvata.

## Četvrto poglavlje

### PRAVNI OKVIR KAPITALNOG PENZIJSKOG FONDA

#### PRETHODNA PRAVNA PITANJA

U prethodnim poglavljima, pre svega na osnovu ekonomsko-finansijske analize, ali i sa socijalne i demografske tačke gledišta, prikazane su sadašnje i nekadašnje poteškoće u funkcionisanju sprovedene reforme, ali i dugoročni problemi finansiranja penzija u Srbiji. Uporedna istraživanja su dalje pokazala koncepte osnivanja državnih fondova, odnosno kapitalizacije javnih fondova za finansiranje penzija u drugim zemljama, kao potencijalnih stubova široko prihvaćenih penzijskih reformi u svetu. Na bazi tih uporednih iskustava ekonomski je obrazložen predlog za stvaranje javnog fundiranog fonda u Srbiji.

Ova ekonomsko-socijalna analiza postavila je i okvir i cilj za pravnu analizu stvaranja kapitalnog javnog fonda. Pokazani su potencijalni izvori kapitala fonda i dati predlozi za sistem njegove organizacije.

Ako se pravna analiza kreće u okvirima napred prihvaćenih zaključaka ekonomske, njen zadatak je, prvo, da odgovori na sledeća pitanja:

- 1) pravni okvir preuzimanja postojećih sredstava, odnosno imovinskih prava, koja su ekonomski „vezana“ za sadašnji fond PIO u budući kapitalni fond (na primer, sopstvene akcije PIO fonda, stvari odnosno „vezana“ za imovinu<sup>42</sup> sadašnjeg PIO fonda koja ne služe za tekuću isplatu penzija ili drugi davanja koja padaju na teret ovog fonda, ili koja su namenjena komercijalnoj eksploataciji),
- 2) pravni oblik preuzimanja drugih postojećih sredstava, odnosno imovinskih prava koje pozitivnopravno nisu vezana za PIO fond, ali, kako je pokazala ekonomska analiza, postoje ozbiljni argumenti da budu preusmerena ko PIO, odnosno ka

---

<sup>42</sup> Termin „vezana za...“, inače izraz potpuno neodređenog pravog značenja, koristi se da izrazi različite svojinske (ili „svojinske“) aranžmane koje ovde, u još nereformisanom pravnom sistemu postoje. Tako su, na primer, nepokretnosti „vezane za“ za PIO fond po pravilu u državnoj svojini, a on ima različite varijante utvrđenog prava korišćenja ili/i raspolaganja. Svakako ima razlike između novčanih sredstava koja služe za isplatu penzija i onog ostatka prihoda nad rashodima PIO fonda koji sadašnji Zakon o PIO ("Službeni glasnik RS", br. 34/2003, 64/2004, 84/2004, 85/2005, 101/2005, 63/2006) definiše kao njegov sopstveni prihod, kojim on može raspolagati radi sticanja dobiti. Zadatak ove studije nije da zaroni u mračne lavirinte odnosno između državne, ranije društvene, i svojine uređene po modelu privatne, dakle imovinskog prava, ili različitog nivoa, sadržine i obima ovlašćenja različitih korisnika sredstva u državnoj ili društvenoj svojini, izuzev u meri u kojoj je to neophodno za definisanje rešenja koje predlaže ova studija, i tada na odgovarajućim mestima. Imajući to u vidu, izabran je ovaj neodređeni izraz kao najprikladniji.

budućem Kapitalnom penzijskom fondu (besplatne akcije po važećim propisima namenjene građanima, neprodate akcije preostale nakon privatizacije),

- 3) preuzimanje sredstava, odnosno imovinskih prava, za koja postoje indicije da bi trebalo da budu imovina PIO fonda i deo budućeg osnivačkog kapitala Kapitalnog fonda, a koja su sada imovina ili kapital društava koja su u režimu društvene svojine, ili ustanova ili javnih preduzeća koja se najpribližnije mogu povezati sa državnim svojinom (u daljem tekstu takva je imovina označena kao „sporna imovina“ sa gledišta PIO fonda pravna lica i imovina pravnih lica nastalih finansiranjem od strane PIO fonda kroz ranije važeće mehanizme primerene društvenoj svojini i samoupravljanju).

Rešenja dobijena analizom ili predlozi vezani za navedena tri pitanja predstavljaju, u celini, izgradnju pravnog okvira za preuzimanje prava koja bi predstavljala inicijalni kapital budućeg kapitalizovanog fonda, a čiji je sadašnji pravni režim drugačiji. Ostvarivanje projektovanog cilja podrazumeva izmene i dopune nekih važećih zakona, pre svega onih kojima se uređuje privatizacija, ali i PIO fond, pa i donošenje propisa o budućem Kapitalnom fondu, kako bi se promenila destinacija akcija ili prihoda od privatizacije u postojećem sistemu privatizacije, odnosno kako bi se preuzela prava koja drugi subjekti imaju na imovini penzionog fonda na osnovu različitih zakona (izmene i dopune Zakona o akcijskom fondu i Zakona o privatizaciji).

Takođe, potrebno je razmotriti mogućnost da sadašnji fond PIO kroz osnivačka prava na pojedinim društvenim pravnim licima, ili kroz prava na nepokretnostima koje su sada u imovini tih ili drugih pravnih lica, ili pribiranjem prihoda od privatizacije pojedinih pravnih lica, odnosno nepokretnosti u imovini nekih pravnih lica, ostvari opravdane i razumne pretenzije na povraćaj onoga što je uloženo iz (viškova) sredstava PIO fonda, odnosno iz njegovih pravnih prethodnika u osnivanje društvenih pravnih lica ili izgradnju objekata koji su ušli u „fond društvenih sredstava“ na kojima su pravo korišćenja, upravljanja, odnosno raspolaganja imala druga društvena pravna lica.

Povezano sa ovim krugom pitanja koja se odnose na izvore sredstava neophodnih za osnivanje i rad Javnog fudniranog fonda penzijskog osiguranja u Srbiji, potrebno je i pravno analizirati druge mogućnosti za obezbeđenje odnosno ostvarivanje sredstava ovog Fonda, ne samo u momentu osnivanja već i u budućnosti, počev od kapitalizacije budućih prihoda Fonda, pa do eventualnih javnih prihoda kao izvora sredstava Fonda; za poslednje je ekonomska analiza pokazala da bi u ovom trenutku bio nepodesan i malo verovatan izvor, ali i to može biti izvor prihoda u nekom posttranzicionom trenutku, pa je zato potrebno utvrditi ovakvu mogućnost u pravnom okviru. Na isti način potrebno je dati okvir za neke vanredne prihode, kao što su donacije, nasledstva i slično.

Drugi, ali sasvim povezani krug pravnih pitanja krug se odnosi na prenos osnivačkih sredstava kapitalnog fonda sa sadašnjeg Fonda za PIO, u kome se delom nalaze ili će se nalaziti obzirom na logičnu aktivnu legitimaciju aktivnog Fonda PIO za preuzimanje tih sredstava od drugih subjekata. U tom pravcu će se analizirati potrebne izmene Zakona o

penzijsko-invalidskom osiguranju, pre svega onog njegovog dela koji se odnosi na imovinu i finansiranje.

Treći krug pravnih pitanja je vezan za organizaciju tog fonda. Preporuke Svetske banke<sup>43</sup> i Međunarodnog udruženja za socijalno osiguranje,<sup>44</sup> koje su prihvaćene kao polazište u ekonomskom delu studije, nude osnovna pravila o obliku institucionalne samostalnosti u upravljačkoj strukturi i nadzoru nad Fondom. U to treba ukomponovati pravne preuslove za ostvarenje osnovnog mandata, odnosno cilja fonda, koji je po svojoj prirodi komercijalni, usmeren prvenstveno ili isključivo na uvećanje kapitala fonda (uz smanjenje rizika). Ovaj krug pitanja dotiče i pravni aspekt odnosa postojećeg PIO fonda i budućeg fundiranog Fonda i, još važnije, odnos između Javnog fundiranog fonda kao posebne vrste investicionog fonda i Vlade, pa i politike uopšte.

### IZVORI KAPITALA: AKCIJE I UDELI U VLASNIŠTVU PIO FONDA

U imovinu budućeg fonda treba da uđu sopstvene akcije PIO fonda koje ovaj fond stiče u postupku privatizacije na osnovu važećeg Zakona o privatizaciji, odnosno koja je stekao na osnovu Zakona o svojinskoj transformaciji iz 1977. godine. Ovim akcijama po važećim propisima upravlja i raspolaže Akcijski fond, a PIO fondu pripadaju sredstva od prodaje tih akcija i eventualnih dividendi.

Ekonomska analiza je pokazala da je ovakav sistem relativno neefikasan i nedovoljno delotvoran u zaštiti interesa finansiranja penzija, mada verovatno odgovara potrebama usvojenog sistema privatizacije. Drugim rečima, cilj postavljenog (postojećeg) sistema je efikasno sprovesti privatizaciju društvenog kapitala, a strategija finansiranja penzija je samo posredan cilj koji se ostvaruje tako što se prihodi od prodaje akcija koje su po pravilima o privatizaciji pripale PIO fondu uplaćuju na račun ovog fonda. Dakle, ne samo da sam PIO fond, odnosno organi upravljanja ovim fondom, nemaju uticaja na politiku raspolaganja akcijama koje ovom fondu pripadaju, kao što ni fond PIO ni Akcijski fond ne odlučuju na osnovu tih akcija o preduzećima koja su predmet privatizacije, već je politika raspolaganja akcijama koju vodi Akcijski fond okrenuta ciljevima privatizacije.

Naročito u svetlu kapitalizacije, odnosno osnivanja Kapitalnog fonda, nema (više) potrebe da Akcijski fond posreduje tako što će upravljati i raspolagati akcijama PIO fonda, Pored toga, protivurečilo bi logici postojanja i delovanja Kapitalazivnog fonda, kao investicionog fonda sui generis, da Akcijski fond istu ulogu ima i nakon osnivanja Javnog fundiranog fonda.

To zapravo znači da je potrebno obezbediti da se akcije koje su „vlasništvo“ PIO fonda, a kojima je upravljao Akcijski fond prenose na upravljanje fondu PIO, u prvoj fazi, a ako je to neophodno i do osnivanja organizacije ili preduzeća za upravljanje budućim fundiranim fondom. Docnije je bi se pravo upravljanja prenelo na tu organizaciju ili preduzeće, kroz

---

<sup>43</sup> Old Age Income Support in the 21st Century, The World Bank, 2005.

<sup>44</sup> Guidelines for Investment of Social Security Funds, International Social Security Association, Geneve 2004.

njeno ovlašćenje upravljanja Javnim fundiranim fondom, dok bi same akcije iz sredstava PIO fonda bile prenete u taj Fundirani fond. Za ostvarenje ovog cilja, u prvoj fazi, potrebno bi bilo usvojiti određene izmene i dopune Zakona o akcijskom fondu (Službeni glasnik RS 38/2001 i 45/2005), tako što bi se prvo izbrisali član 8. stav 1. i član 10. ovog zakona, kojima je predviđeno pravo upravljanja Akcijskog fonda, i istovremeno predvidelo takvo pravo za fond PIO, odnosno organizaciju ili preduzeće koju bi fond PIO osnovao za upravljanje fondom PIO.

Sa istim ciljem neophodno je urediti sticanje novčanih sredstava od prodaje akcija, udela i naplaćenih dividendi, kada su te akcije, odnosno udeli, pripadali fondu PIO, a sredstva nisu preneti do momenta prelaska prava upravljanja na akcijama ili udelima na fond PIO. Radi ostvarenja ovoga, potrebno je izvršiti sledeće izmene i dopune Zakona o akcijskom fondu.

Član 1.

*Briše se član 8(1) i član 10.*

Član 2.

*Član 26 stav 2 se menja i glasi:*

*„Sredstva od prodaje akcija, odnosno udela i naplaćenih dividendi Fonda PIO koja nisu preneti do momenta preuzimanja akcija i udela od strane Fonda PIO ili organizacije, odnosno preduzeća za upravljanje akcijama koja je Fond PIO osnovao, prenose se na uplatni račun Fonda PIO, odnosno organizacije ili preduzeća za upravljanje akcijama koja je Fond PIO osnovao, u roku predviđenom ugovorom o prodaji akcija, odnosno najkasnije u roku od osam dana od dana naplate.“*

Član 3.

*Prelaznim i završnim odredbama predvideti:*

*Član XX*

*„Akcijama kojima je upravljao Akcijski fond na osnovu člana 8 stav 1 i člana 10 Zakona o akcijskom fondu ("Sl. glasnik RS", br. 38/2001 i 45/2005) upravljače neposredno Fond PIO, odnosno organizacije ili preduzeća za upravljanje akcijama koja je Fond PIO osnovao za upravljanje akcijama.*

*Pravo upravljanja i raspolaganja akcijama u skladu sa prethodnim stavom uspostaviće se danom stupanja na snagu odredbi Zakona o fondu PIO kojima se uređuje upravljanje i raspolaganje akcijama koje pripadaju Fondu PIO.*

*Akcijski fond će upravljati ovim akcijama do prelaska na Fond PIO, odnosno organizacije ili preduzeće za upravljanje akcijama koju je Fond PIO osnovao, a ugovore o raspolaganju će do tog momenta moći da zaključi samo uz prethodnu saglasnost Fonda PIO. Smatraće se da je Fond PIO saglasnost za raspolaganje dao ako je nije odbio u roku od 48 časova od momenta prijema zahteva za davanje saglasnosti.“*

Sledstveno, potrebno je izmeniti Zakon o privatizaciji<sup>45</sup>, tako što bi se usvojilo:

---

<sup>45</sup> Službeni glasnik RS, br. 38/2001, 18/2003 i 45/2005,123/07.

Član 1.

*Član 70 se briše.*

Jasno je da će budući propisi o Kapitalnom fondu za penzijsko osiguranje Republike Srbije urediti prava i obaveze (eventualne) organizacije za upravljanje Fondom, uključiv i u odnosu na ove akcije, pravni režim prihoda koji se ostvaruju itd.

## IZVORI KAPITALA: DRUGE STVARI I PRAVA U IMOVINI PIO FONDA

### „Nesporna“ imovina PIO fonda

Akcije i udeli stečeni u postupku privatizacije, po Zakonu o svojinskoj transformaciji iz 1977. godine, prihodi od dividendi koje te akcije i udeli daju (u pretpostavci da ih ima), kao i prihodi od prodaje tih akcija i udela, nisu jedina prava odnosno sredstva u imovini sadašnjeg PIO fonda za koja je logično da budu preneti u osnivački kapital Javnog (fundiranog) penzijskog fonda.

U imovini PIO fonda nalaze se i druga sredstva, odnosno prava (svojina na nepokretnostima i pokretnim stvarima), koja ne služe za isplaćivanje penzija i drugih naknada koje padaju na teret ovog Fonda u sadašnjem sistemu, niti su rezervni fond za tu svrhu. Njihov eventualni prenos u imovinu Javnog fundiranog fonda ne bi, po tome, direktno ugrozio odnosno kompromitovao funkcionisanje PIO fonda, pa bi razlozi koji inače govore u prilog osnivanja Javnog fundiranog penzijskog fonda mogli da budu osnov predloga da ta sredstva uđu u imovinu Javnog fonda.

U najvećem delu, međutim, radi se o sredstvima koja služe za obavljanje delatnosti PIO fonda (poslovni odnosno kancelarijski prostor, oprema i sl.). Pri tome, striktno pravno, radi se o nepokretnostima (i pokretnim stvarima) u državnoj svojini, na kojima PIO fond ima (samo) pravo korišćenja, i koja su kao takva (tj. kao pravo korišćenja PIO fonda – a radi se o terminu koji je upotrebljen u vreme društvene svojine) knjižena u poslovno finansijskoj evidenciji Fonda, ali i - barem u jednom broju slučajeva - kao takva i upisana u zemljišne registre u korist PIO fonda. Po stanju u registrima nepokretnosti neke se još uvek vode kao društvena svojina, uz upis nekog od njenih imovinskih derivata (pravo korišćenja, raspolaganja, upravljanja) za PIO. Mada su u državnoj svojini, i do sada je većinu svojinskih ovlašćenja u odnosu na ovu imovinu ostvarivao PIO fond.

Imajući u vidu ovakav njihov sadašnji pravni režim, ali i njihovu namenu, moguće je problem rešiti na nekoliko načina:

(1) nema bitnih pravnih razloga da u okviru reforme državne svojine, odnosno deatizacije svojine koja je izvesna u implementaciji važećeg Ustava Republike Srbije, **te stvari ne budu atribuirane kao svojina PIO fonda**. U prilog ovakvog rešenja ne samo da govore ustavne odredbe o rezervisanom domenu državne svojine (gde one ne pripadaju,

jer PIO fond nije državni organ), već i činjenica da je Fond posebno, relativno samostalno pravno lice, da po Zakonu o PIO može sticati prihode i iz imovine, da sopstvenim prihodima samostalno raspolaže, uključujući ulaganje u hartije od vrednosti. Nema dakle razloga da država pretenduje na prava na imovinu Fonda; zakonom su precizno definisana njena prava u u upravljanu Fondom, njene garancije koje se odnose na isplatu penzija i drugih davanja, i tu treba da ostane mera iticaja i tip odnosa između PIO fonda i države.

Dakle, nema razloga da ova „nenamenska“ sredstva ne budu imovina Fonda. S druge strane, u skladu sa sistemom koji se predlaže, logično je da prihod od tih sredstava, ako ih ima, na primer od izdavanja u zakup viška prostora, od kamata na novčana sredstva i slično - umesto da u skladu sa članom 172 Zakona o PIO budu sopstveni prihod Fonda koji on koristi ili ulaže i u cilju „sticanja dobiti“ - budu prihod budućeg Javnog fundiranog fonda. Namena sredstava koja se ostvaruju kao dobit može biti ili isplata tekućih penzija ili kapitalizacija u Javnom fondu. Potonja namena deluje prirodnije, već i zbog toga što je budući Fond zamišljen da bude u sistemu koji nastoji da optimalno ulaže sredstva, kome je to delatnost i funkcija, pa je pretpostavka da će za to biti osposobljen.

Tako posmatrano, kao kapitalizacija u Javnom fondu prihoda od sredstava koja pripadaju PIO fondu, radi se o sredstvima koja stiže već osnovani Fond, a ne o njegovom osnivačkom kapitalu, i smatramo da je već danas moguće predložiti izmenu Zakona o PIO, kojom bi sadašnji član 172, koji bi glasio:

*“Sopstveni prihodi fonda koji ostaju po izmirenju obaveza iz člana 171. ovog zakona prenosi se na Javni fundirani penzijski fond”.*<sup>46</sup>

Javni fundirani fond bi dakle dalje raspolagao ovim sredstvima, ulagao ih “radi sticanja dobiti” i prihodovao tu dobit.

(2) eventualno preneti ova sredstva na budući Fond, kao osnivački kapital. Ovo naročito može izgledati logično za nepokretnosti „vezane za imovinu“ PIO fonda, zatim postojeća novčana sredstva koja su u skladu sa Zakonom uložena radi ostvarivanja dobiti (novčane depozite PIO koji ne služe za tekuću isplatu penzija i drugih naknada), kao i hartije od vrednosti u ovom cilju pribavljene, ako postoje.

Treba podvući da predloženo pod (1) u ovom odseku – pravno konsolidovanje imovine PIO fonda i prenos prihoda od te imovine na Javni konsolidovani fond, i predloženo pod (2) (a razrada ovog drugog predloga sledi), nije u celosti u *alternativnom* već delom i u *kumulativnom* odnosu - predlozi se ne isključuju u potpunosti, već se u jednom delu mogu paralelno implementirati. Naime, pored imovinskih prava koja mogu po prirodi stvari biti predmet transfera sa Fonda PIO na budući Fond, od kojih pojedina treba tek da budu izričito definisana kao svojina Fonda PIO, potencijalno postoje (drugi) sopstveni prihodi PIO Fonda koji bi bili periodično transferisani javnom fundiranom fondu, bez obzira što bi određene stvari ili prava ostala kod PIO fonda .

---

<sup>46</sup> Sadašnji član 172 Zakona o PIO glasi: „Sopstveni prihodi fonda koji ostaju po izmirenju obaveza iz člana 171. ovog zakona koriste se za ulaganja u hartije od vrednosti, za plasman kod poslovnih banaka i druge namene, radi ostvarivanja dobiti“.



Pravno pitanje - preneti dobra i sredstva iz imovine PIO fonda u imovinu budućeg Fonda ili ne - bi se moglo pojednostaviti tako što bi se kao predmet analize uzeo transfer nepokretnosti koje su sada u državnoj svojini, a na kojima pravo korišćenja ima PIO fond, na buduću Javni konsolidovani penzijski fond, direktno ili nakon konsolidacije imovine PIO fonda.

Protiv ovakvog transfera mogla bi se izneti činjenica da ove nepokretnosti u najvećem delu koriste organi i službe PIO fonda za obavljanje svoje delatnosti. Otuda bi transfer imovinskih prava na njima na novi Javni fond morao biti, da bi se zaštitilo odnosno olakšalo dalje funkcionisanje PIO fonda - a time i tehnička podrška isplata penzija iz tekućeg dohotka, praćen konstituisanjem nekog drugog imovinskog prava koji bi organima i sližbama PIO fonda dao pravo korišćenja tih nepokretnosti, i to stabilnog i trajnog po svoj prirodi. To bi morala biti neka vrsta službenosti upotrebe, *usu*. Tako posmatrano, međutim, ovaj transfer ne bi imao prirodnu ekonomsku svrhu. Jezgro svojinkih ovlašćenja ostalo bi na PIO fondu kao uzuaru, a Javni penzijski konsolidovani fond, novi nominalni vlasnik, ne bi imao efikasno pravo raspolaganja tim nepokretnostima, pa ni komercijalnog izdavanja u zakup trećim licima. Jedino što bi se moglo zamisliti kao promena realno ostvarena tim transferom bilo bi da bi te nepokretnosti bile izvršna imovina Javnog konsolidovanog fonda, da bi se poverioci tog Fonda, a ne sadašnjeg PIO fonda, mogli iz njih namiriti. To je, s jedne strane, malo verovatno, jer je sigurnost ulaganja, kao što je pokazano, *condictio sine qua non* za poslovanje budućeg Javnog fundiranog fonda. S druge, ako bi se i zamislilo da ovaj Fond postane insoleventan, unovčavanje ovih nepokretnosti radi namirenja njegovih poverilaca bi bilo teško, s obzirom na postojanje stvarnog prava PIO fonda koje se i u izvršnom postupku moraju na izvestan način poštovati <sup>47</sup>.

Moglo bi se, da bi se ostvario sistem koji bi ipak imao i pozitivan ekonomski efekt, umesto besplatnog *usus-a* predvideti da po transferu PIO fond plaća naknadu za korišćenje nepokretnosti koje bi tada bile u svojini Javnog konsolidovanog fonda. Protiv ovakvog rešenja lako je navesti da bi to samo poskupelo inače ugrožen penzijski sistem, odnosno da bi značilo posredno zahvatanje iz tekućih sredstava PIO, i inače nedovoljnih za isplatu penzija, radi kapitalizacije za budućnost. Upravo nedovoljnost sredstava PIO fonda govori protiv ovakvog sistema.

Najzad, suprotno od prethodnog, u prilog ovog transfera moglo bi se izneti i da bi on mogao doprineti efikasnijem korišćenju gore navedenih sredstava, tako što bi PIO, koji plaća za njihovo korišćenje, nastojao da smanji ovaj izdatak, što bi moglo dovesti da deo ovako prenetih nepokretnosti udje u komercijalno izdavanje. Alternativno, ako ih PIO koristi bez naknade, novi Javni konsolidovani penzijski fond bi nastojao da „oslobodi“ od ovakvog korišćenja one koje PIO fondu nisu neophodne.

Verovatno da je optimalno rešenje, i njega na prvom mestu predložimo, da na novi Javni fond budu, kao osnivačka sredstva prenete (samo) one nepokretnosti i druge stvari i prava koje PIO fond ne koristi ni kao sredstva koja služe za isplatu penzija i drugih davanja, niti

---

<sup>47</sup> Vidi čl. 107 Zakona o izvršnom postupku, „Službeni glasnik Republike Srbije“ br. 125/2004.

(racionalno) koristi za obavljanje svoje delatnosti, odnosno za rad svojih organa i službi. Budući Javni fond odnosno organizacija za upravljanje fondom bi nakon toga odlučivala o efikasnom korišćenju ovih sredstava, otuđenjem uz naknadu ili komercijalnim zakupom.

Zakonom o Javnom konsolidovanom fondu ili odredbama Zakona o PIO kojima bi ovaj fond bio regulisan, trebalo predvideti pravila u prenosu prihoda od sa PIO fonda na ovaj fond, u smislu sadašnjeg i izmenjenog člana 172 Zakona o PIO. Istim Zakonom bi trebalo urediti kao i koje nepokretnosti i druge stvari i prava, na kojima sada pravo korišćenja ima PIO fond, prelaze u imovinu novog Javnog fonda.

### „Sporna“ imovina PIO fonda

„Sporna“ imovina PIO fonda je termin koji je već korišćen da najkraće izrazi činjenicu da su u prošlosti, i u skladu sa tada važećim pravilima, ali i u skladu sa političkim odlukama koje nisu nužno motivisane očuvanjem imovine PIO fondova, ulaganjem u budućnost kao vidom međugeneracijske solidarnosti, pa ni drugim ekonomski racionalnim ciljem, fondovi PIO odnosno pravni prethodnici sadašnjeg PIO fonda finansirali ili delimično finansirali izgradnju objekata različite namene, bliže ili dalje povezanih sa delatnošću Fonda odnosno potrebama korisnika Fonda. Primer za to su zdravstvene organizacije, rehabilitacioni centri, zaštitne organizacije za zapošljavanje invalida odnosno lica sa smanjenim radnim sposobnostima (ovde se radi o ulaganjima kod kojih se može prepoznati indirektna veza sa korisnicima PIO, sli ne sa penzijskim fondom), ali i vodni objekti, privredna preduzeća, itd. Pravna veza između PIO fonda kao investitora i ustanova i preduzeća koji su koristili te objekte odnosno tih objekata se nakon ulaganja u velikoj meri gubila, sasvim logično u uslovima „nevladničke“ društvene svojine. Najčešće se veza svodila na posebna prava pojedinih korisnika na banjsko lečenje i rehabilitaciju (ponekad na osnovu posebnih pravnih akata koji su regulisali odnos između PIO fonda i tih subjekata), ili preventivu u nastanku invaliditeta i profesionalnih bolesti, što je, naravno, sasvim daleka veza.

**Prvo** pravno pitanje koje se ovde postavlja je kako pravno utvrditi odnosno potvrditi na kojim objektima neposredno, ili posredstvom prava na pravnim licima u čijoj su imovini objekti PIO, fond ima pravo.

Reagujući na započete ili najavljene privatizacije pre svega banjskih odnosno zdravstveno rekreativnih objekata čiju je izgradnju finansirao Fond, preciznije preduzeća ili ranijih, preobraženih ustanova koje se bave ovom delatnošću osloncem na objekte koje je finansirao, PIO fond je pokušao tužbama za utvrdjenje (svog prava) pre svega da spreči ovu ovakvu privatizaciju, i ostvari svoju pravnu pretenziju pre svega na objektima, pravno shvaćenim kao stvari, nepokretnosti (a ne na kapitalu društava – subjekata privatizacije).

Koliko god da je ovakvo postupanje bilo nužno i opravdano u funkciji zaštite potencijalnih interesa PIO fonda i njegovih korisnika (reivindikacija po završetku privatizacije bi rušila same principe na kojima privatizacija kao vrednost po sebi počiva) postupak pojedinačnog utuženja (reivindikacija, izlučnih tužbi sl., neposredno ili u obliku prethodnog pitanja u postupku za poništenje ili izmenu odluka o privatizaciji), u cilju

utvrđenja postojanja i obima prava Fonda nije previše prihvatljiv odnosno preporučljiv put; to je ipak samo izlaz za stanje nužde.

S jedne strane, bez obzira na početne rezultate šanse za uspeh ovakvih tužbi su problematične. (Najveće su tamo gde se Fond bio uknjižio kao imalac prava korišćenja ili drugog odgovarajućeg prava koje je upisivano u zemljišne registre kao derivat društvene svojine, pa su zatim ovlašćenja prenošena na drugo društveno pravno lice bez da su izvršene odgovarajuće promene u zemljišnom registru). U uslovima dominantne društvene svojine, naime, bez obzira na pravne aranžmane (ugovori o zajedničkom finansiranju, samoupravni sporazumi, odluke Fonda o sufinansiranju itd...) nije bilo ni bitno ni sasvim jasno ko će se legitimisati kao imalac ovlašćenja koje čine sadržinu društvene svojine u odnosu na dobra u režimu ovog svojinskog oblika. Kroz samoupravljanje koje je društvenu svojinu pratilo, u krajnjoj liniji, oni koji su ostvarivali pravo rada na društvenim sredstvima, dakle zaposleni u društvenim pravnim licima koja su neposredno koristila tako gradjene objekte, *de facto* su ostvarivali svojinska ovlašćenja. Dakle, PIO fond je davao pare za gradnju, ali je pravo korišćenja (raspolaganja, upravljanja, pravo rada na sredstvima u društvenoj svojini...) na izgrađenom objektu sticao drugi subjekt u društvenoj svojini, ustanova, preduzeće.

U ostvarivanju pravnih pretenzija PIO fonda u ovakvoj soluciji loš oslonac bi predstavljala opšta pravila građanskog prava. Obezbeđivanje sredstava za izgradnju ili sticanje objekata na osnovu drugog pravnog osnova (kupovina, dogradnja i adaptacija) na kojima drugo društveno pravno lice (banjska, rekreativno-lečilišna ili slična ustanova odnosno drugi oblik društvenog pravnog lica) ostvaruje ovlašćenja koja su pandan svojinskim, po opštim pravilima građanskog prava ali i stavu naše sudske prakse u analognim situacijama kod privatne svojine ne daje stvarno pravo na izgrađenom ili pribavljenom objektu, već samo potraživanje prema onome ko je to stvarno pravo stekao. (Takva je, na primer, bila jedinstvena sudska praksa kod situacije kada srodnici daju sredstva za izgradnju stambenog objekta, ili kod sticanja u vanbračnoj zajenici, ili pre zaključenja braka, ako nema jasnog pravnog osnova za sticanje isključive, zajedničke svojine ili susvojine<sup>48</sup>, već samo obligacionopravnog zahteva na osnovu pravno neosnovanog obogaćenja, izuzev ako se „iz konkludentnih radnji može zaključiti da su stranke htele da im pribavljanje stvari bude zajedničko).<sup>49</sup> Dakle, iako je PIO fond odnosno njegov pravni predhodnik obezbedio sva ili najveći deo sredstava za izgradnju ili pribavljanje nekog objekta, a ovlašćenje na tom objektu koja predstavljaju stvarnopravni izraz društvene svojine je steklo društveno pravno lice, PIO fond bi mogao pretendovati samo obligaciono pravni zahtev za povraćaj sredstava u krajnjoj liniji po osnovu pravno neosnovanog obogaćenja, izuzev kada postoji punovažan pravni osnov o besteretnom i bespovratnom prenosu tih sredstava na drugo društveno pravno lice – investitora. U svakom slučaju eventualni obligacionopravni zahtevi za povraćaj sredstava uložениh u izgradnju objekata su zastareli.

S druge strane ne vidi se mnogo pravnih i argumenata da se PIO fondu prizna osnivački status u odnosu na pravna lica koja ostvaruju svojinskopravna ovlašćenja koja odgovaraju

---

<sup>48</sup> Vidi za (ne)sticanje zajedničke svojine odnosno nastanak obligacionopravnog zahteva npr. O. Stanković, M. Orlić, *Stvarno pravo*, IX izdanje, Beograd, 1996, naročito str. 169.

<sup>49</sup> Vidi *ibid.*

društvenoj svojini na takvim objektima. Radi se ustanovama ili društvima za koja nije logično da budu zavisna povezna lica odnosu na PIO fond, tako što bi on imao svojstvo njihovog osnivača ili člana.<sup>50</sup> I kada bi se poništile statusno-pravne promene koje su u međuvremenu prekinule vezu koja je možda postojala između pravnog predhodnika PIO fonda i takvog pravnog lica, i kada bi se dakle utvrdilo da je u takvom pravnom licu „imenovani društveni kapital“ PIO fonda, sa gledišta konačnih imovinskih interesa Fonda ne bi bio postignut poseban rezultat. Takva pravna lica bi, po pravilu, svejedno mogla biti privatizovana, a privatizacioni prihod bi bio distribuiran po opštim pravilima Zakona o privatizaciji, dakle ne u korist PIO fonda.

Najzad, pojedinačno odlučivanje o atribuiranju objekata odnosno imovine čiju je izgradnju finansirao PIO fond ovom Fondu, i to u pojedinačnim i međusobno potpuno odvojenim parničnim ili čak upravnim postupcima pred različitim sudovima, u tužbama protiv različitih tuženika, ne bi bilo sistemski logično rešenje. Suviše arbitrnosti oduzima ovakvom rešenju konzistentnost, pravičnost, pa dovodi u pitanje i zakonitost jer su sudovi u poziciji da primenjuju pravila koja su važila u vreme ulaganja, u okviru institucionalnog i kategorijalnog aparata društvene svojine i samoupravljanja a u cilju zaštite imovinskog interesa kakav u tom sistemu nije u punoj meri postojao pa i nije blagovremeno mogao biti šticećen.

Zbog toga smatramo da je sistemski znatno pogodnije rešenje po kome bi zakonom (odnosno odgovarajućim izmenama odnosno dopunama Zakona o PIO, ili čak budućim zakonom koji bi bio uređen Javni fundirani penzijski fond) bilo utvrđeno pravo PIO fonda (ili čak neposredno pravo Javnog fonda koje on stiče, umesto PIO fonda na osnovu Zakona) na ovim objektima odnosno pravnim licima koja ih koriste (uključujući i mogućnost osnivanja novih pravnih lica od dela postojećih, s obzirom na to ko koristi tako izgradjeni objekt).

Zakon bi mogao, ako ne da poimenično utvrdi o kojim se objektima radi (jer takav metod zakonu nije primeren), da barem utvrdi kriterijume i postupak u kome bi se odlučivalo u odnosu na koje objekte PIO fond (ili budući Javni fond ) ima pravo. Raspoloživa dokumentacija PIO fonda o ulaganjima u objekte može biti ne samo budući dokazni materijal, već i od pomoći u utvrdjivanju ovih kriterijuma, tako što bi se na primer pravo PIO fonda priznalo ako se radi o objektima koji su namenjeni za korišćenje korisnicima PIO fonda odnosno pretežno njima (tako što su ih na primer koristili shodno odlukama nadležnih organa ili službi PIO fonda, ili su mogli da ih koriste pod povlašćenim uslovima).

---

<sup>50</sup> U nekim situacijama sredstva PIO fonda su ulagana u ustanove takve vrste, odnosno zakvog naročitog pravnog režima, kod kojih se kao osnivač može pojaviti samo država ili lokalna samouprava, i čija imovina i zbog toga mora biti u državnoj svojini, i čija je delatnost neprofitna odnosno nekomercijalna, da bilo kakve pretenzije PIO Fonda u odnosu na srvari ili ustanove nemaju opravdanja – a obligaciono pravni zahtevi su zastareli – tako da se n e može očekivati da te ustanobe ili stvari ili prava koja koriste postanu imovina PIO fonda odnosno Javnog fundiranog fonda. Imamo na prvom mestu zdravstvene ustanove, koje se bave neposrednom zdravstvenom zaštitom, i čije komercijalne usluge, odnosno usluge van sistema zdravstvenog osiguranja predstavljaju neznatan deo njihove delatnosti.

**Drugo**, ako se na osnovu zakona ili čak pojedinačnim odlukama nadležnih sudova utvrdi u odnosu na koje objekte PIO fond može imati pravo, postaviće se pitanje pred zakonodavcem (ili sudovima) kakvo pravo mu treba priznati.

Predhodno je već nagovešteno da postoje različite mogućnosti.

(a) Prvo i najmanje verovatno, prihvatljivo i logično je da se PIO fondu prizna svojina na finasiranom objektu kao nepokretnosti, stvari. Time bi se subjektu koji ga koristi oduzela ovlašćenja koja se smatralo da ima i svojina i državina bi bili preneti na PIO fond. PIO fond bi dalje takvim objektima raspolagao kao drugim nepokretnostima, što bi prema konceptu ovde usvojenom i u predhodnom odeljku razradjivanom značilo da bi nepokretnost bila preneti na budući Javni fundirani fond koji bi je komercijalno iskorišćavao ili pak unovčio, a sredstva uložio prema usvojenim pravilima investiranja, sve to na osnovu odluke organa ili organizacije za upravljenje tim fondom. Iako bi ovo moglo izgledati povoljno za PIO fond, odnosno za budući Javni fundirani fond, sasvim bi drugačija situacija bila za one koji sada rade u pravnim licima koja koriste ove objekte.

(b) Drugo, moglo bi se, na osnovu ranije učinjenih ulaganja, priznati osnivačko pravo PIO fonda na tim pravnim licima, dakle mogle bi se u korist PIO fonda preneti akcije tih društvenih pravnih lica ili udeli u društvima sa ograničenom odgovornošću srazmerno visini ranijih ulaganja pravnog predhodnika PIO fonda u odnosu na ukupan kapital društva. Naravno, to bi bilo mučnije ako su ta pravna lica organizovana u nekoj od formi privrednih društava, ili ako se u postupku priprema za privatizaciju tako organizuje. Van toga, kao što he to napred izneto i s obzirom na delatnost tih pravnih lica, za pretenziju PIO fonda odnosno Javnog fundiranog fonda teško bi bilo formirati pravni osnov. Pored ostalog, ovo bi moglo biti nepovoljno i za PIO fond jer bi nezavisno od ove operacije takva društva bila predmet privatizacije, i to po opštim pravilima. Nema razloga zbog koga bi bilo opravdano izuzeti od privatizacije takva društva ako bi joj inače podlegali.

(c) Otuda se treće eventualno rešenje čini najprihvatljivijim. Po tom rešenju PIO fond ne bi neposredno stekao stvarno pravo na objektima niti pravo na kapitalu društva. Umesto toga zakonom (o privatizaciji, povezano sa budućim Zakonom o Javnom fundiranom penziskom fondu, ili Zakonom o PIO) bi se PIO fondu, ili eventualno budućem Javnom fundiranom penzijskom fondu, moglo priznati pravo na prihod od privatizacije; sredstva dobijena prodajom subjekta koji koristi nepokretnosti ili druga dobra koja je finansirao PIO fond bila bi preneti na ovaj Fond.<sup>51</sup>

Prednost ovakvog metoda je u tome što on ne bi dovodio u pitanje usvojenu privatizacionu politiku, pa ni postupak i metode privatizacije. Ideja da bi za PIO fond ili budući Javni fond bilo povoljnije da komercijalno koriste ova dobra odnosno da komercijalno

---

<sup>51</sup> Ni medjuresenje, po kome bi PIO fond istina stekao akcije ili udele, ali bi obavezan da ih otuđi na berzi ili na drugi način, ne deluje logično; javni fundirani fond će, po osnivanju, ulagati u akcije. Privatizacija odnosnih društava koja bi se okončala atribucijom akcija Fondu, i ideja da bi se Fond tada afirmisao kao efikasn vlasnik takođe ne deluje privlačno. U pitanju je ipak oblik investicionog fonda, od koga ne treba tražiti da preuzme preduzetničku ulogu.

upravljaču pravnim licima suprotna je samoj ideji koja opravdava privatizaciju. Ovaj metod bi i osigurao opstanak samih društava o kojima je reč, najmanje bi ugrožavao zaposlenost a time - zašto ne reći - i tekuće isplate penzija i drugih naknada koje isplaćuje PIO fond.

Zakonodavna tehnika bi dakle bila, s jedne strane, rezervacija (dela) prihoda od privatizacije za PIO fond<sup>52</sup>, a s druge, kao što je napred opisano, propisivanje uslova i postupka za utvrđivanje pravnih lica odnosno kapitala u odnosu na koje ovakav režim treba da postoji zakonom o PIO ili Zakonom o budućem fondu (u izboru je značajno načelo vremenske ekonomičnosti).

U odnosu na Zakonu o privatizaciji trebalo bi izvršiti sledeće izmene i dopune, pored već predloženih i označenih, kao član 1 Zakona o izmenama i dopunama Zakona o privatizaciji:

Član 2.

*Član 41b se menja tako što se nakon stava 2 dodaje novi stav 3, a sadašnji stavovi 3 i 4 postaju stavovi 4 i 5. Novi stav 3 glasi:*

*„Sredstva iz stava 1. ovog člana, posle izmirivanja troškova prodaje u postupku privatizacije i posebne naknade ostvarene zaključenjem ugovora o prodaji kapitala, odnosno imovine (provizija), kao i prvenstvenog namirenja poverilaca subjekata privatizacije u kojima je sprovedeno restrukturiranje uplaćuju se na račun Fonda PIO, ako je subjekt privatizacije osnovan tako što su na njega preneti odnosno u njega investirana sredstva odnosno nepokretnosti čiju je izgradnju finansirao Fond ili njegovi pravni prethodnici, u skladu sa programima prevencije invalidnosti i rehabilitacije radnika, u obimu i u odnosu na subjekte privatizacije koji su utvrđeni u skladu sa zakonom koji uređuje ovaj Fond odnosno sredstva kojima raspolaže.“*

## IZVORI KAPITALA: AKCIJE IZ PRIVATIZACIJE

### Akcije namenjene građanima

U ekonomskoj analizi napred dati su ekonomski argumenti za ideju da se umesto raspodele besplatnih akcija svim građanima (kako je to Zakonom o privatizaciji predviđeno)<sup>53</sup>, odnosno umesto osnivanja posebnog Javnog investicionog fonda čiji bi akcionari bili svi građani a u čiji bi kapital ušle sve akcije namenjene besplatnoj podeli odnosno prihod od prodaje ovakvih akcija, ove akcije prenesu kao osnivački kapital u Javni fundirani penzijski fond.

(U medjuvremenu je usvojen Zakon o pravu na besplatne akcije i novčanu naknadu koji građani ostvaruju u postupku privatizacije<sup>54</sup>. Poseban režim koji je za kapital pobrojanih javnih preduzeća ovim Zakonom usvojen već je prijavljivanjem građana počeo da se

<sup>52</sup>Da bi ta sredstva docnije prešla na Javni fundirani penzijski fond. Spominje se PIO fond kao „faza“ da se ne bi postavilo pitanje kočenja privatizacije do osnivanja budućeg Javnog fonda.

<sup>53</sup> Vidi posebno član 52 i član 54 Zakona o privatizaciji.

<sup>54</sup> Vidi Službeni glasnik RS, br.123/07.

sprovodi i svaki reverzibilni proces bi bitno ugrozio pravnu sigurnost i poverenje u institucije pa neće biti razmatrani već na prvi pogled vidljivi argumenti koji bi govorili u korist atribucije ovih sredstava u Javni fundirani penzijski fond, što bi inače bila odlučujuća „kapitalna injekcija“ koja bi potpomogla da se ovaj Fond obrazuje kao značajna i perspektivna institucija i ostvari ciljeve zbog kojih se ovakvi Fondovi uporedno osnivaju).

Ukoliko ovi ekonomski argumenti stoje, pravni put za operaciju kapitalizovanja akcija namenjenih svim građanima je jednostavan i bio bi ostvaren odgovarajućom izmenom Zakona o privatizaciji odnosno odgovarajućom odredbom budućeg zakona kojim se uređuje Javni fond.

U okviru Zakona o izmenama i dopunama Zakona o privatizaciji, trebalo bi usvojiti:

#### Član 3.

*U članu 52 menja se stav 3 i glasi:*

*„Akcije evidentirane u Privatizacionom registru do stupanja na snagu ovih izmena i dopuna prenose se u svojinu Fonda PIO, u roku od 15 dana od dana kada propisima kojima se uređuje Fond PIO bude predviđeno preuzimanje radi upravljanja ili raspolaganja akcija koje pripadaju Fondu PIO, a od strane Fonda PIO odnosno organizacije ili preduzeća za upravljanje akcijama koja je Fond PIO osnovao u tu svrhu.“*

#### Član 4.

*U članu 52, nakon stava 3 dodaje se stav 4, koji glasi:*

*„Način ostvarivanja prava na upravljanje akcijama koje su prenete Fondu PIO po osnovu iz člana 3 ovog člana urediće se zakonom.“*

#### Član 5.

*Član 53. se briše.*

#### Član 4.

*Član 54. se briše*

### Akcije preostale nakon privatizacije

Pored akcija koje se evidentiraju u Privatizacionom fondu, sada namenjenih svim građanima, koje bi trebalo da uđu u osnovni kapital budućeg Javnog fundiranog penzijskog fonda, ovakav režim treba predvideti i za akcije koje se (pored onih koje pripadaju PIO fondu, i o kojima je bilo reči) prenose Akcijskom fondu radi prodaje. To su akcije koje su

unutar onih koje su bile kao zakonski maksimum rezervisane za zaposlene, ali su preostale<sup>55</sup> nakon okončanog postupka.

Nema posebnog razloga da one ne budu usmerene u budući fond izmenom članova 48 i 49, stav 3 Zakona o privatizaciji, tako što bi se reči „...Akcijском fondu radi prodaje“ zamenile rečima „Javnom fundiranom penzijskom fondu, a do njegovog osnivanja PIO fondu“.

Član 14 Zakona o privatizaciji je ograničio i rok za okončanje privatizacije: “Privatizacija društvenog kapitala sprovodi se najkasnije u roku od četiri godine od dana stupanja na snagu ovog zakona.“

Slično preostalim akcije u prethodno razmatranom slučaju, nema razloga da preostali društveni kapital (ako ga bude) ne bude usmeren u Javni penzijski fond.

---

<sup>55</sup> Vidi član 48 Zakona o privatizaciji: „Akcije koje su preostale posle prodaje kapitala metodom javne aukcije i prenosa akcija bez naknade pod uslovima i na način iz čl. 45. i 46. ovog zakona prenose se Akcijском fondu radi prodaje“ Vidi za prodaju tenderom, član 49, stav 3 Zakona



# ZAKON O KAPITALNOM PENZIJSKOM FONDU

## Model

### Uvodne odredbe

#### *Osnivanje i sadržina zakona*

#### Član 1.

Ovim zakonom osniva se Kapitalni penzijski fond Srbije (u daljem tekstu: Fond) i uređuju naročito njegov pravni položaj, delatnost, imovina, investiranje, organi, upravljanje i finansiranje.

#### *Značenje upotrebljenih izraza*

#### Član 2.

*Investiciona politika* Fonda je investiranje u skladu sa članom 7, stav 1.

*Investiciona strategija* je dokument, sačinjen u skladu sa članom 12 tačka 3, koji služi kao okvir za investiranje kapitala Fonda.

*Menadžer* je lice imenovano u članu 16.

*Penzija* je penzija koju isplaćuje Fond penzijsko-invalidskog osiguranja Srbije.

*Upravni odbor* označava Upravni odbor Kapitalnog penzijskog fonda Srbije, iz člana 5.

*Funkcije* su prava i obaveze i vršenje prava i obaveza Upravnog odbora.

### Osnovna rešenja

#### *Svrha*

#### Član 3.

Svrha Fonda je da u što većoj meri olakša finansiranje penzija iz Fonda penzijsko-invalidskog osiguranja (u daljem tekstu: PIO fond) u periodu posle 2020. godine.

#### *Pravni položaj*

#### Član 4.

Fond ima svojstvo pravnog lica, sa pravima i obavezama utvrđenim ovim zakonom i svojim statutom.

Imovina Fonda je u državnom vlasništvu.

Nadzor nad poslovanjem Fonda vrši Ministarstvo finansija.

#### *Upravljanje*

##### Član 5.

Fondom će rukovoditi Upravni odbor i Menadžer koji će sprovoditi odluke Upravnog odbora.

#### *Imovina*

##### Član 6.

Imovinu Fonda čine:

1. akcije u vlasništvu PIO fonda,
2. preuzete akcije u skladu s ovim zakonom, a naime
  - a. akcije namenjene besplatnoj podeli stanovništvu, u skladu sa zakonom o privatizaciji,
  - b. nepodeljene akcije namenjene besplatnoj podeli zaposlenima i penzionerima, u skladu sa zakonom o privatizaciji,
  - c. akcije preduzeća u privatizaciji koje se ne privatizuju do isteka rokova utvrđenih zakonom o privatizaciji,
  - d. sve neprodane akcije iz portfelja Akcijskog fonda,
  - e. akcije javnih i drugih preduzeća prema posebnim odlukama Vlade Republike Srbije.
3. kupljene akcije,
4. sredstva ostvarena prodajom akcija,
5. druga sredstva, uključujući i budžetske viškove, u skladu sa zakonom o budžetu.

#### *Investicije*

##### Član 7.

Imovina Fonda se čuva ili investira u Srbiju ili van nje od strane Upravnog odbora u korist Fonda, s tim da se obezbedi maksimalan finansijski prinos, uz nivo rizika koji je prihvatljiv Upravnom odboru.

Svaki prinos, kapital ili druga korist nastala investiranjem od strane Fonda biće uplaćeni u Fond.

#### *Finansiranje penzija*

##### Član 8.

Iz Fonda se neće vršiti plaćanja za penzije pre 2020. godine.

Od godine koju odredi Vlada Republike Srbije, ali ne pre 2020. godine, Fond će svake godine transferisati novac PIO fondu za finansiranje penzija prema pravilima koja će doneti Vlada Republike Srbije, po konsultaciji sa upravnim odborima Fonda i PIO fonda.

Pravila iz stava 1 ovog člana obezbediće da kalkulacija o visini godišnjeg transfera iz Fonda bude zasnovana na (1) povećanju broju penzionera u PIO fondu, (2) proceni raspoloživih sredstava za penzije PIO fonda i (3) potrebi da se izbegnu godišnje varijacije u finansiranju penzija iz PIO fonda.

#### *Nezavisnost*

##### Član 9.

U obavljanju svojih delatnosti Fond je nezavisan i ni jedan državni organ, pravno ili fizičko lice ne sme da mu se meša u rad, osim u slučajevima i u postupku utvrđenim ovim zakonom.

#### Upravni odbor

##### *Sastav*

##### Član 10.

Upravni odbor broji 7 članova i ima predsednika.

Za članove Upravnog odbora mogu biti birana lica koja

1. poseduju visoku ekspertizu i znatno iskustvo na senior nivou u oblastima: ekonomije, finansija, računovodstva, bankarstva, penzija i prava ili koja su priznati naučni radnici u tim oblastima i
2. ispunjavaju uslove nezavisnog člana u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva.

Članovi Upravnog odbora ne mogu biti lica

1. koja su zaposlena u telima i organima Vlade Republike Srbije
2. koja su poslanici u Narodnoj skupštini Republike Srbije,
3. koja su odbornici ili zaposleni u lokalnoj samoupravi,
4. ukoliko je firma u kojoj su većinski vlasnici ili glavni menadžeri otišla u stečaj,
5. koja su osuđena za prevaru ili privredni kriminal.

Mandat članova Upravnog odbora traje 5 godin.

##### *Izbor*

##### Član 11.

Izbor članova Upravnog odbora vrši Narodna skupština Republike Srbije sa liste kandidata koju sačinjava Nominacioni komitet.

Nominacioni komitet iz stava 1 ovog člana sačinjavaju:

1. po dva predstavnika ekonomskih fakulteta iz Beograda, Subotice, Niša i Kragujevca,
2. dva predstavnika Ministarstva finansija,
3. dva predstavnika lokalne samouprave po odluci Stalne konferencije gradova i opština,
4. po jedan predstavnik tri najveće oditorske firme u Srbiji po prihodu iz prethodne godine i
5. po jedan predstavnik tri najveća društva za upravljanje investicionim fondovima u Srbiji po prihodu iz prethodne godine.

#### *Nadležnosti*

#### Član 12.

Nadležnosti Upravnog odbora su:

1. da upravlja i investira imovinu Fonda u skladu sa investicionom politikom Fonda,
2. da odobrava transfere Fonda PIO fondu i druga plaćanja koja su u skladu sa ovim Zakonom,
3. da povremeno određuje investicionu strategiju Fonda, u skladu sa investicionom politikom; investiciona strategija će uključiti odgovarajuće benčmarke prema kojima investicioni prinosi mogu biti procenjeni i klase imovine u koje Fond može investirati, uključujući i finansijske derivate ili druge instrumente koje Upravni odbor smatra odgovarajućim.
4. da nadzire i analizira primenu investicione strategije, uključujući investicione performanse Fonda u poređenju sa benčmarkom,
5. da postavlja investicione menadžere,
6. da određuje godišnji budžet administrativnih troškova Fonda,
7. da svake godine poručuje finansijsko očitovanje Fonda,
8. da povremeno poručuje nezavisnu evaluaciju imovine Fonda,
9. da povremeno poručuje nezavisnu procenu investicionih performansi Fonda,
10. da priprema i podnosi godišnje izveštaje.

Upravni odbor će sve svoje funkcije vršiti uz pomoć i posredstvom Menadžera, osim funkcije izbora Menadžera.

Upravni odbor će obavljati svoje nadležnosti obavljati sa pažnjom dobrog stručnjaka, savesno, razumno i u najboljem interesu Fonda.

#### *Naknada za rad*

#### Član 13.

Članovi Upravnog odbora primaju naknadu za rad, koja treba da u znatnoj meri zavisi od investicionih performansi Fonda.

Pravila za određivanje naknadu iz stava 1 ovog člana propisuje Ministar finansija.

### *Sednice*

#### Član 14.

Upravni odbor zaseda prema potrebi.

Kvorum za održanje sednice iznosi 4 člana.

Za usvajanje odluke Upravnog odbora potrebna je većina glasova prisutnih. Pri jednakom broju glasova odlučuje glas predsednika Upravnog odbora.

### *Konflikt interesa*

#### Član 15.

Kada član Upravnog odbora ima materijali ili drugi interes u stvari koju razmatra Upravni odbor, on je dužan da

1. unapred obavesti Upravni odbor o prirodi svog interesa,
2. ne utiče na ostale članove i na odluku Upravnog odbora,
3. ne prisustvuje raspravi o tom pitanju,
4. ne glasa o tom pitanju.

### *Operativna tela*

#### *Menadžer*

#### Član 16.

Upravni odbor će imenovati Menadžera koja će biti neposredno rukovoditi Fondom i sprovoditi odluke Upravnog odbora.

U prvom petogodištu po osnivanju Fonda ulogu Menadžera će vršiti Agencija za rukovođenje Kapitalnim penzijskim fondom pri Narodnoj banci Srbije.

Posle perioda iz stava 2 ovog člana i posle svakih 5 godina Upravni odbor će, uz saglasnost ministra finansija, imenovati instituciju ili pravno lice koja će vršiti ulogu Menadžera.

#### *Investicioni menadžer*

#### Član 17.

Upravni odbor može da imenuje investicione menadžere, koji investiraju i upravljaju delom imovine Fonda na način koji Upravni odbor smatra celishodnim, a u okviru investicione strategije Fonda, što uključuje:

1. investicioni mandat koji se daje investicionom menadžeru, uključujući diskreciona ovlašćenja investicionog menadžera,
2. uputstvo za glasanje od strane investicionog menadžera u kompanijama u kojima Fond poseduje akcije,
3. obaveze izveštavanja Upravnog odbora i
4. finansijske naknade investicionom menadžeru.

Izbor investicionih menadžera će se, po pravilu, vršiti tenderskim postupkom. Prilikom izbora investicionih menadžera, Upravni odbor će, između ostalog, uzeti u obzir:

1. investicionu ekspertizu,
2. sistem za menadžment rizika i informacioni sistem,
3. finansijsku snagu,
4. interne etičke standarde,
5. visinu finansijskih naknada.

### Izveštavanje

#### *Odbor za finansije*

##### Član 18.

Predsednik Upravnog odbora dužan je da se odazove pozivu Odbora za finansije Skupštine Republike Srbije poslatom u razumnom trenutku.

Prilikom nastupa iz stava 1 ovog člana predsednik Upravnog odbora dužan je da pruži pouzdane podatke o poslovanju Fonda, uz očuvanje tajnosti onih koji su komecijalno osetljivi po mišljenju Upravnog odbora.

#### *Godišnji izveštaj*

##### Član 19.

Najkasnije 9 meseci od završeta finansijske godine Upravni odbor će pripremiti izveštaj o aktivnostima Fonda tokom prethodne finansijske godine i uputiti ga, zajedno sa oditorskim mišljenjem, javnosti, Vladi Republike Srbije i Skupštini Republike Srbije.

Izveštaj iz stava 1 ovog člana biće otvoren i transparentan, , uz očuvanje tajnosti onih koji su komecijalno osetljivi, i uključiće sledeće:

1. informacije o odabranoj investicionoj strategiji,
2. izveštaj o investicionim prinosima,
3. valuaciju neto imovine Fonda i detaljnu listu imovine na kraju finansijske godine,
4. informacije o aranžmanu sa investicionim menadžerima,
5. informacije i finansijskim naknadama i troškovima Upravnog odbora i Agencije.

#### *Periodična analiza poslovanja*

##### Član 20.

Ministar finansija može povremeno imenovati pravno lice koje će izvršiti ispitivanje bilo kog ili svih aspekata poslovanja Fonda.

Upravni odbor i Menadžer dužni su da u potpunosti sarađuju prilikom ispitivanja iz stava 1 ovog člana.