

**ULOGA DRŽAVE I PREDUSLOVI ZA IMPLEMENTACIJU SISTEMA  
DOBROVOLJNIH PENZIJA U CRNOJ GORI**

**THE ROLE OF THE STATE AND PRECONDITIONS FOR THE IMPLEMENTATION  
OF THE SYSTEM OF VOLUNTARY PENSIONS IN MONTENEGRO**

ZORAN MIHAILOVIĆ,  
ZOIL „Lovćen“, Podgorica

**Abstract:** Penzijsko osiguranje je veoma važna komponenta ukupne socijalne politike gotovo svih zemalja savremenog svijeta. Ono predstavlja oblik „prisilne“ štednje pojedinca u dobi kada više nije sposoban za rad. Privatni penzijski sistemi su uređen skup procesa i odnosa njihovih nosilaca. Zbog njihove važnosti u društvenom sistemu, nesoprana je uloga države u regulisanju i implementaciji. U Crnoj Gori postoji zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima, koji je u primjeni od 2007. godine. Do sada su organizovana tri društva za upravljanje penzionim fondovima i dva fonda. U radu se analiziraju osnovni preduslovi za dalju implementaciju sistema dobrovoljnih penzija u Crnoj Gori: makro-ekonomska stabilnost, opšta fiskalna stabilnost, stvaranje odgovarajućih efikasnih institucija, regulatorne i supervizijske agencije, kao i ostali preduslovi (kritična masa kapitala, usvajanje odgovarajuće regulacije, politika optimizacije i dr.).

**Ključne riječi:** penzijski sistem, dobrovoljne penzije, fondovi, uloga države, regulacija, analiza stanja, preduslovi, implementacija

**Abstract:** Pension insurance is a very important component of the total social policy of almost all countries of the modern world. It represents a form of "compulsory" saving of an individual in the period when he/she is not capable for working any more. Private pension systems are an establish set of processes and relations of their holders. Due to their importance in a social system, the role of the state is undisputable in their regulating and implementing. There is a law on voluntary pension funds in Montenegro and it has been applied since 2007. Until now three associations for managing pension funds and two funds are organized. This work analyses basic preconditions for further implementation of the system of voluntary pensions in Montenegro: macro-economic stability, general fiscal stability, creating appropriate efficient institutions, regulatory and supervisory agencies, as well as other preconditions (critical capital mass, adopting the appropriate regulations, optimization policy etc).

**Key words:** Pension System(s), Voluntary Pensions, Funds, Role of the State, Regulation, Analyzing the Condition, Preconditions, Implementation

JEL Classification: G 23;  
Review; Received: May 20, 2010

## 1. Uvod

Penzijsko osiguranje, kao dio šireg sistema sarenog socijalnog osiguranja, predstavlja vrlo važnu komponentu ukupne socijalne politike skoro svih zemalja svijeta. Kao i ostali sistemi socijalnog osiguranja, penzijsko osiguranje je obavezno za sve članove društva koji ostvaruju dohodak tj. za zaposlene, samozaposlene, preduzeća i eventualno državu. Uloga države u obezbjeđenju dopunskih sredstava za finansiranje penzijskog osiguranja bi trebala biti minimalna, jer se država u krajnjem slučaju pojavljuje kao posljednje utočište, odnosno garant isplate penzijskih obaveza.

Penzijsko osiguranje (kao podsistem socijalnog osiguranja) predstavlja institucionalizovan oblik "prisilne" štednje u kome pojedinci uplaćuju doprinose za vrijeme radnog vijeka, da bi po penzionisanju stekli pravo na penzijske benefite koji se isplaćuju do kraja života. Obavez-

nost penzijskog osiguranja, odnosno prisilina štednja nalazi uporište u najmanje četiri razloga. Osnovni razlog za prislinu štednju odnosi se na individualnu miopiju, odnosno nebrigu pojedinca prema samom sebi. Naime, postoji mogućnost da, naprimjer, jedan broj ljudi ne shvati potrebu da štedi za poznije godine kada neće biti u mogućnosti da ostvaruje dohodak dovoljan za normalan život. Takvi pojedinci će u krajnjem slučaju postati teret za državu, koja mora voditi računa o svim svojim građanima.

Kao i svaki drugi sistem i penzijski sistem predstavlja uređen skup procesa i njihovih nosilaca. Privatni penzijski sistemi su sistemi uređeni privatnim pravom, u kojima procese prikupljanja, upravljanja i isplate penzijskih benefita obavljaju privatne organizacije. Za razliku od javnih penzijskih sistema, privatni penzijski sistemi uglavnom pretpostavljaju minimalno uključivanje države, odnosno svođenje njene uloge na regulatornu i kontrolnu funkciju.

Značajna razlika u odnosu na najveći broj javnih penzijskih sistema, odnosi se na činjenicu da su privatni penzijski sistemi fundirani, odnosno da imaju realno pokriće (ili određeni procenat pokrića koji je normativno utvrđen) u svakom trenutku za obaveze prema osiguranicima, odnosno članovima. Kako ne postoji mogućnost da se, u slučaju deficita, dio sredstava obezijedi iz budžeta, kao što je slučaj kod javnih penzija, privatni penzijski sistemi su oslobođeni sami na sebe i moraju veoma studiozno upravljati penzijskim sredstvima.

Privatni penzijski sistemi<sup>1</sup>, u kontekstu "formule" za utvrđivanje penzijskih obaveza i preuzetih rizika, mogu biti jako slični većini javnih penzijskih sistema. Naime, moguće je da privatni penzijski sistem preuzima na sebe određene sistematske rizike, odnosno da svojim članovima garantuje određenu visinu penzijskog benefita, apsolutno ili relativno u odnosu na utvrđene determinante. U tom slučaju, postoji velika sličnost sa javnim penzijskim sistemom, osim što je upravljanje u rukama privatnih organizacija. Sa druge strane, najveći broj privatnih penzijskih sistema izbjegava preuzimanje rizika koji se ne mogu u potpunosti diverzifikovati i te rizike prevaljuje na pojedincu. U takvom ambijentu, pojedinac ne može precizno anticipirati svoje penzijske benefite, a visina penzijskih benefita zavisi isključivo od visine uplaćenih sredstava, njihove kapitalizacije i troškova koje snose pojedinci, članovi privatnog penzijskog sistema.

## 2. Uloga savremene države

Nesporna je uloga države u regulisanju dobrovoljnog penzijskog sistema, ali se postavlja pitanje kolika ona treba da bude u svakodnevnoj praksi? Odgovor može da bude samo načelan: uloga države u dobrovoljnom penzijskom sistemu je onolika, koliku je sama definiše!!! S obzirom na značaj i kompleksnost penzijske industrije, te međupovezanost sa ostalim segmentima finansijskog sistema, regulatorna i kontrolna funkcija države je nesporna, u većem ili manjem omjeru. Država se, po pravilu, direktno ne uključuje kao aktivni sudionik u procesima akumulacije, investiranja i distribucije, jer dobrovoljno penzijsko osiguranje treba da ima značajnu notu liberalnosti i privatnosti.

U načelu, zainteresovanost države za većim ili manjim učešćem, kao pasivnom akteru, zavisi od „državnog uloga“. Nije li takva situacija i kod akcionarskih društava? Naime, ukoliko se država odluči da stimuliše dobrovoljno penzijsko osiguranje fiskalnim instrumentima-poreskim olakšicama i poreskih podsticajima, logično je da će država tražiti za sebe veću „ulogu“. A zašto i ne bi kada

na taj način „ulaže“ svoja sredstva, praveći privremeni deficit u budžetu, ako ne deficit onda oportunistični trošak. Dakle, i ovdje važi generalni princip:veće ulaganje veće angažovanje! Ipak, jedno je sigurno, neko mora predložiti, usvojiti i sprovesti zakonsku i podzakonsku regulativu, a taj vid odgovornosti sleduje državne resorne organe.

Potreba za regulacijom privatnih penzija postoji zbog istih razloga zbog kojih postoji i potreba za regulacijom u čitavom finansijskom sektoru, dakle, promocija mobilizacije i alokacije sredstava kroz sistem koji omogućava transparentnost, sigurnost i stabilnost, snižavanje troškova i koji promovise kvalitetno investiciono odlučivanje. U kontekstu modela dobrovoljnog penzijskog sistema za koji se „izjašnjava“ ovaj rad, na državnim organima je velik i kompleksan zadatak. U čemu se on sastoji? *Prvo*, potrebno je donijeti Zakon o dobrovoljnom penzijskom osiguranju, zatim usvojiti i primijeniti podzakonska akta. *Drugo*, ukoliko se u bilo kojoj sekvenci uključe i osiguravajuća društva, potrebno je po što hitnijem postupku revidirati Zakon o osiguranju, te podzakonska akta koja će dotaći i vezu osiguravajućih društava sa penzijskim fondovima. *Treće*, neophodno je uskladiti pomenutu regulativu sa već postojećom regulativom kojom se uređuje poslovanje finansijskog tržišta. *Četvrto*, obezbijediti kvalitetan informacioni sistem i kadrovsku strukturu koja će dnevno pratiti tržišne procese. *Peto*, promovisati sistem kod populacije (potrošača) koja još uvijek nije dovoljno svjesna potrebe za ovakvim oblikom štednje. *Šesto*, obezbijediti efikasno funkcionisanje i unapređenje sistema u dugom roku.

Dakle, ako se temelji postave kako treba, onda će i nadgradnja imati veće šanse za uspjeh! Prevedeno u kontekstu dobrovoljnog penzijskog osiguranja, ukoliko se kreira adekvatan model penzijskog osiguranja; ako se isti dobro pokaže u simulaciji, šanse za uspjeh su velike. Isto tako, ukoliko se donese dobra regulativa sa mehanizmima kontrole, učenja i korekcije, ukoliko postoji snaga u ekonomskom sistemu za primjenu zakona, ukoliko postoje uslovi za stabilnost tržišta koji omogućavaju priliv kapitala, postoji osnov za uspjeh.

## 3. Aktuelno stanje u Crnoj Gori – počeci implemantacije

Skupština RCG je usvojila Zakon o odbrovoljnim penzionim fondovima (Sl. list RCG, br. 78/06 i 14/07) 12. decembra 2006, kojim su uređeni uslovi za osnivanje društava za upravljanje penzionim fondovima i organizovanje dobrovoljnih penzionih fondova, sa namjerom da se stvori zakonski okvir za izgradnju dobrovoljnog penzionog osiguranja. U okviru Osnovnih odredbi, zakonodavac je odredio odgovarajuća načela (čl. 2) dobrovoljnih penzioninih fondova, i to:

- dobrovoljnost članstva,
- raspodjela rizika ulaganja,
- ravnopravnost članova,
- javnost rada i
- akumulacija sredstava.

<sup>1</sup> Mada je u to teško povjerovati iz ove perspektive, penzija kao nadoknada koja se isplaćuje do kraja života, pojavila se prije više od dvadeset pet vjekova. Naime, 562. godina prije nove ere, prema Bibliji, tadašnji kralj Jevreja – Jehova, nakon 37 godina provedenih u zatvoru u Babilonu, dobio je od tadašnjeg kralja *Evil-Merodach* doživotnu penziju. Oko 150 godina kasnije, u Grčkoj je zabilježen slučaj oduzimanja invalidske penzije grčkom oratoru *Lysias*-u nakon što je utvrđeno "da je vješt u trgovini, da može jahati konja i da ima relativno zadovoljavajuću finansijsku situaciju".

Ova načela provijavaju kroz čitav zakonski tekst, kako bi se izrazili demokratičnost ciljeva i njihova ekonomska valorizacija.

Dva su bitna konstituenta dobrovoljnog penzionog osiguranja: a) *fond* i b) *društvo za upravljanje*. Na njih se "naslanjaju" c) *Komisija za hartije od vrijednosti* (KHOV), koja vrši nadzor nad osnivanjem i poslovanjem i d) *kastodi* – ovlašćen za obavljanje poslova u vezi sa nadzorom nad upravljanjem i imovinom penzionog fonda ( čl. 6, 41 i drugi).

Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima primjenjuje se od oktobra 2007, tj. nepune tri godine (vrijeme pisanja ovog teksta). Na taj način su prvi put u Crnoj Gori stvoreni uslovi za primjenu novog modela u oblasti penzionog sistema, paralelno sa obaveznim osiguranjem, zasnovanog na kapitalizovanoj štednji – modela trećeg stuba. Time se težilo „otvaranju” procesa za ulaganje pojedinaca u sopstvenu budućnost za vrijeme kada više nijesu sposobni za rad. Poslije nekoliko najavlivanja i odlaganja rješenja u ovoj oblasti (kao i mnogih drugih), usvajanjem odgovarajućeg zakona (Sl. list RCG, br. 78/06 i 14/07), stvoreni su uslovi za početak primjene novog koncepta, ali model nije značajnije implementiran. Primjena navedenog zakona je optočela paralelno sa dejstvom velike finansijske krize, što je poseban ograničavajući faktor za njegovu implementaciju. Logično je prepostaviti, da bi njegova primjena bila lakša i uspješnije da je donijet u vremenu „ekonomskog buma”, tj. tri godine ranije.

KHOV Crne Gore je, ovim zakonom, određena kao vrhovna institucija za nadzor nad ukupnom djelatnošću u ovoj oblasti. Na osnovu zakonske uloge, KHOV je donijela čak 11 pravila (Sl. list RCG, br. 57/07) počev od dobijanja dozvole za rad Društva za upravljanje, organizovanja fondova, izvještavanja, obračuna investicionih jedinica do praćenja njihovog rada i nadzora. Površnom analizom Pravila može se zapaziti njihova detaljnost, pa i rigoroznost, čime se, vjerovatno, željelo pokazati da je u pitanju složena problematika, kod koje propusti proceduralne ili sadržinske prirode mogu da dovedu do veoma negativnih posledica. Primjera radi, navedimo samo jednu odredbu (čl. 12.) iz Pravila o prospektu ...: „*Komisija odbora informativni prospekt davanjem saglasnosti na njegov predlog i sve kasnije izmjene i dopune informativnog prospekta, u formi rješenja*”.

Prvo društvo za upravljanje penzionim fondovima osnovano je 18.03. 2008. - DZU Atlas Penzija, na osnovu izdatog rješenja od KHOV. Krajem iste godine, osnovano je i DZU Market Invest (tačnije 16.12.2008.), da bi početkom 2009. (30. januara) bilo osnovano i DZU NLB Penzija.

Poslije osnivanja ovih društava osnovana su i dva dobrovoljna penziona fonda: “Penzija Plus” (16.07.2008) i “Market Penzija” (03.07.2009) - Svi podaci su navedeni prema sajtu KHOV. Krajem septembra 2009. penzionni fond “Penzija Plus” je imao 375. članova, a fond “Market Penzija” 46. članova (Vlada Crne Gore 2009, s. 105). Medjutim, prema Informativnom propsektu za 2010, “na dan 31.12. 2009. dobrovoljni penzionni fond Penzija Plus ima 677 člana, od čega su poslodavci iz 12. firmi iz Crne Gore uplatili za

ukupno 314 članova doprinose, dok je ostalih 363 člana uplatilo doprinose samostalno” (Informativni prospekt Fonda za 2010). Navedenim Informativnim propsektom se predviđa da će u 2010. Fond imati oko 1.500. članova, od čega će doprinose uplaćivati poslodavci za 70% svojih članova, dok će njih 30% imati individualne uplate.

Fond “Penzija Plus” je u 2009. ostvario prinos na investicionu jedinicu od (za nepunu godinu dana) 15,9%, što je relativno visoka stopa. Dozvolu od KHOV za obavljanje kastodi poslova je dobilo, zaključno sa 2009. godinom pet banaka, i to: Invest banka Montenegro, Hipotekarna banka, Prva banka Crne Gore, Hypo alpe Adria Bank i Crnogorska komercijalna banka.

#### 4. Preduslovi za integralnu implementaciju

Iako su potencijalni uticaji penzione reforme na efikasnost finansijskog sistema i ekonomski razvoj veoma značajni, razvoj finansijskih tržišta nije i ne bi trebao da bude primarni cilj penzijske reforme. Na prvom mjestu mora biti obezbjeđenje adekvatnih i održivih benefita. Drugi cilj penzione reforme podrazumijeva stvaranje jake veze između doprinosa i benefita, kako se oni koji žele da štede ne bi obeshrbrili redistribucijom svog dohotka koja je svojstvena javnim penzijskim sistemima. Treći cilj uvođenja sistema privatnih penzija je stvaranje dugoročne štednje koja će doprinijeti razvoju tržišta kapitala.

Poznato je da se reforme penzionih sistema mogu provesti kroz tri međunarodno afirmisane forme: parametarske reforme, NDC sistem i sistemsku reformu. Jedino poslednja forma, koja obuhvata kreiranje potpuno funiranih penzijskih planova, obezbjeđuje dugoročnu štednju i razvoj finansijskih tržišta. Naime, poznato je da se parametarske reforme uglavnom baziraju na troškovnom principu, u smislu da vrše ekonomizaciju distribucije sredstava kroz povećanje penzione dobi, jačanje kriterijuma za dobijanje invalidskih penzija, smanjenje evazije plaćanje doprinosa i sl. Na drugoj strani, sistem pretpostavljenih definisanih doprinosa (NDC) eliminiše distorzije tržišta rada uzrokovane evazijom plaćanja doprinosa i nastankom neformalnog tržišta rada, na bazi individualnih virtuelnih računa koji garantuju pojedincu visoku korelaciju između izdvojenih dopinosa i buduće penzije.

Penzioni fondovi i drugi institucionalni investitori imaju važnu ulogu u razvoju savremenih finansijskih tržišta. Zahvaljujući činjenici da im je poslovanje orijentisano na dug rok i zato što njima upravljaju menadžeri sa specijalizovanim znanjima, penzioni fondovi imaju potencijal da (Vittas 2000, p. 5):

- ❑ budu kontrateg postojećim komercijalnim i investicionim bankama,
- ❑ stimulišu finansijske inovacije,
- ❑ utiču na veći tržišni integritet i modernizaciju finansijskih tržišta,
- ❑ jačaju korporativno upravljanje,
- ❑ ohrabruju jaču finansijsku regulaciju sa pozitivnim ishodom i na banke i osiguranje.

Jedan od osnovnih potencijalnih benefita razvoja institucionalnih investitora odnosi se na intenziviranje konkurencije u finansijskom sistemu. Razvoj novih izvora finansiranja (posebno dugoročnih) jednostavno primorava komercijalne banke da budu konkurentnije i da, umjesto čekanja klijenata da dođu i uzmu kredit, zauzimaju proaktivan stav u odnosu na klijente i idu ka njima. Slična je situacija i sa investicionim bankama.

Institucionalni investitori, a posebno penzionisti fondovi, smatraju se osnovnim katalizatorom razvoja finansijskih tržišta u posljednjih nekoliko decenija. Direktno ili indirektno, penzionisti fondovi su stimulisali: razvoj tzv. asset-backed securities (dužnički instrumenti, bazirani na grupi slabije likvidne imovine koja se kao takva ne bi mogla prodati kupcima), korišćenje strukturiranih finansijskih proizvoda i derivata, kreiranje index-tracking fondova i sl.

Budući da penzionim fondovima upravljaju lica koja imaju specijalizovana znanja, veća je vjerovatnoća kvalitetnijeg rješavanja korporativnih pitanja kao što su potencijalni konflikti interesa i odnosa sa regulatornim agencijama. Institucionalni investitori imaju i veću pregovaračku moć od individualnih investitora, što im daje mogućnost da se bore za veću pravnu zaštitu interesa investitora, a što u krajnjem slučaju doprinosi većem integritetu finansijskog tržišta. U principu, regulativa koja štiti interese investitora je kvalitetnija u zemljama u kojima su institucionalni investitori imaju diverzifikovan portfolio u većim preduzećima, nego u zemljama u kojima su institucionalni investitori nerazvijeni ili imaju portfolio u većem broju manjih preduzeća.

Takođe, nije rijetkost da institucionalni investitori vrše pritisak na kreiranje modernog i efikasnijeg sistema trgovanja, kliringa i poravnanja. Primjera radi, u USA se institucionalni investitori smatraju odgovornim za nastanak "blok trgovine", ukidanje minimalne provizije, restrukturiranja tržišta akcija i automatizacije procesa trgovine hartijama od vrijednosti. Institucionalni investitori su odigrali važnu ulogu u promovisanju efikasnijeg kliringa i uspostavljanju centralnih depozitarnih agencija. Takođe, uticali su na kreiranje modernih i pouzdanih back-office sistema koji su posebno bili značajni u nerazvijenim zemljama čiji elektronski sistemi nisu mogli pratiti brz rast u obimu berzanske trgovine.

Istorijskom analizom se može utvrditi da je uloga penzionih fondova i drugih institucionalnih investitora u korporativnom upravljanju evoluirala u skladu sa rastom njihove uloge na finansijskom tržištu. Dok su njihovi portfolioji bili manji i diverzifikovani na veliki broj preduzeća sa manjim udjelima, obično su se zauzimale pasivne investicione strategije korporativnog upravljanja. Predstavnici institucionalnih investitora su se uglavnom slagali sa većinskim vlasnicima, a u slučaju da se nisu slagali sa odlukama menadžemnta, mogli su prodati svoje akcije bez većih uticaja na tržišnu cijenu. Međutim, sa daljim rastom aktive, institucionalni investitori postaju značajni valnici mnogih finansijskih i nefinansijskih preduzeća. U takvoj situaciji nije lako "izaći" iz akcija bez značajnog uticaja na tržišnu cijenu akcija. Te specifične okolnosti utiču da su

institucionalni investitori više nego zainteresovani za provođenje principa kopratorativnog upravljanja, sa posebnim akcentom na ponašanje top menadžemnta.

Razvoj institucionalnih institucija zahijeva obuhvatnu i efikasnu regulatornu i supervizorsku strukturu, za koju je, sa druge strane, potrebno vrijeme i istrajnost nadležnih organa. Po nekom nepisanom pravilu, manje razvijeni finansijski sistemi zahtijevaju strožu regulativu i superviziju, sa tendencijom pomjeranja ka principima opreznosti, uz povećanje transparentnosti poslovanja i odgovornosti menadžera prema investitorima.

Odsustvo adekvatno razvijenih finansijskih sistema se često koristio kao argument protiv uvođenja sistema privatnih penzija od strane jednog dijela stručne javnosti. Drugi, pak smatraju da je takav pristup kratkovid i da ignoriše dinamičku interakciju koja se razvija između penzionih fondova i tržišta kapitala. Osim u dijelu nižih stopa prinosa u početnim godinama rada penzionih fondova, odnosno dužeg perioda povraćaja uloženog kapitala, pretpostavke za suštinsku implementaciju sistema privatnih penzija nisu toliko nepremostive kao što se nekada pretpostavljalo. U suštini, *najbitniji preduslovi su odlučnost i upornost nadležnih organa: 1. da održe makroekonomsku stabilnost, 2. da podrže malo jezgro solventnih i efikasnih banaka i osiguravajućih društava i 3. da kreiraju adekvatne regulatorne i supervizorske okvire za penzione fondove i za druge sisteme sa koji su sa njima neposredno povezani* (Ibid., p. 7). Razmotrimo ukratko neke od njih, uz konstataciju da se radi o simultanom djelovanju.

- *Makroekonomska stabilnost i niska inflacija* su od esencijalne važnosti zbog toga što, ni tržište kapitala ni institucionalni investitori ne mogu efikasno funkcionisati u uslovima visoke inflacije. Doista, korišćenjem obveznica indeksiranih za inflaciju (gdje postoje) može se ograničiti negativan uticaj umjerene inflacije. Svaki mehanizam za indeksiranje inflacije u slučaju visoke i ubrzane inflacije ne bi izdržao pritisak. Ova teza je potvrđena na primjeru Brazila 80-tih godina prošlog vijeka (Ibid.).
- *Opšta fiskalna stabilnost* je takođe važna komponenta makroekonomske stabilnosti, budući da je njena suprotnost veoma dobra podloga za visoku i ubranu inflaciju. Vlade sa visokim, konstantnim i rastućim budžetskim deficitima nisu u mogućnosti da ih finansiraju kroz zaduživanje i emisiju obveznica, pa su prinuđene na štampanje novca, čime započinje inflatorni proces. Dosadašnja iskustva su pokazala da je uvođenje drugog stuba penzijskog sistema poseban problem u zemljama sa budžetskim deficitom jer drugi stub, posebno u prvih nekoliko godina, dodatno uvećava budžetski deficit, kroz smanjenje priliva u prvi stup penzijskog sistema. Nerijetko se odluka za formiranje trećeg stuba (dobrovoljnih penzija) u zemljama sa budžetskim deficitom zasniva upravo na prethodnoj tezi.
- Drugi potreban uslov za implementaciju sistema privatnih penzija je *postojanje osnovnog jezgra zdravih i efikasnih institucija*. Nije rijedak slučaj da u zemljama u raz-

voju, finansijskim sistemom dominiraju insolventne i neefikasne banke, koje su obično u vlasništvu države ili paradžavnih institucija. U takvom okruženju, osiguravajući sektor je takođe slabo razvijen sa dominantnim i monopolskim osobenostima, pri čemu je čest slučaj niske kapitalizacije i nedovoljnog nivoa tehničkih rezervi, a koji posluje u represivnom regulatornom sistemu koji inhibira konkurenciju, inovacije i efikasnost.

- Prvi dio problema zemalja u razvoju koji se odnosi na domaće banke, može se riješiti ulaskom na tržište referentnih stranih banaka. Mada se strane banke i osiguravajuća društva obično kanališu ka onim segmentima u kojima mogu ostvariti visoke prinose (ne razmišljajući o unapređenju tržišta), ipak se od njih može očekivati benefit u vidu transfera finansijske tehnologije, know-how, unapređenje znanja menadžmenta i usvajanje zdravih principa korporativnog upravljanja. „Zdrave“ banke i osiguravajuća društva su od važnosti i zbog posebnosti procesa i sistema privatnih penzija, kao što su: akumulacija doprinosa, isplata benefita, čuvanje elektronskih zapisa o individualnim računima članova fonda, efikasnost kastodi usluga, pouzdanih ugovora o osiguranju i sl.
- Treći potreban uslov za implementaciju sistema privatnih penzija odnosi se na *efikasnu regulatornu i supervizjsku agenciju*. Pojašnjenja radi, nije bitno da agencija za regulaciju i superviziju bude čvrsta i rigidna, veća da radi na uspostavljanju zdravih i obuhvatnih normativnih propisa. Kako se kuća gradi od temelja, a ne od krova, od agencije se u o početku rada očekuje izdavanje licenci za rad samo onim fondovima koji uspunjavaju sve potrebne uslove za efikasno poslovanje. Nakon početne faze implementacije sistema privatnih penzija, agencija treba da razvija i funkcije monitoringa i funkcije inspekcije. Pravovremene aktivnosti agencije, bazirane na kvalitetnom informacionom sistemu su od posebnog značaja kada se identifikuje povećanje rizika propadanja (failure risk) i ozbiljnih kršenja propisa. Moderna agencija za regulaciju i superviziju fondova koristi nezavisne aktuare, revizore i kastodi banke kako bi verifikovale rad banaka, osiguravajućih društava i penzionih fondova. Takođe, snažnooslanjanje na međunarodna iskustva, kao i razmjena podataka sa udruženjima regulatora i supervizora, doprinosi efikasnijem radu agencije.

Penzioni fondovi i drugi institucionalni investitori imaju potencijalno velike benefite za razvoj finansijskih tržišta. Ovo ne znači da će benefiti nastupiti automatski, već zavise od određenih preduslova koji se u ovom slučaju nazivaju dovoljnim uslovima i obuhvataju: *a) kritičan iznos kapitala, b) usvajanje provodljive regulacije, c) težnja ka politikama optimizacije i d) prevalencija pluralističke strukture* (Ibid., p. 9).

a) *Kritična masa kapitala* koja je pod kontrolom penzionih fondova i drugih institucionalnih investitora, a koja nije manja od 20% GDP-ja, odnosno 20% od ukupnog iznosa kapitala na jednom tržištu, ocenjuje se kao dovoljno za uspjeh implementacije sistema privatnih pen-

zija. Međutim, prema nekim istraživanjima (Ibid.), imovina većine penzionih fondova u zemaljama koje su započele proces reforme penzionog sistema 90-tih godina prošlog vijeka nije prešla 5% GDP. U ove zemlje spadaju Argentina, Kolumbija, El Salvador, Mexico, Urugvaj, zatim Mađarska, Kazahstan, Latvija i Poljska u Istočnoj Evropi i Centralnoj Aziji. Iako je u navedenim zemljama bio mali uticaj penzionih fondova na razvoj tržišta kapitala, ostvaren je određen kvalitativni učinak u smislu generisanja tražnje za finansijskim institucijama koje pružaju servisne usluge penzionim fondovima, poput kastodi preduzeća i portfolio menadžera. U ovom kontekstu je interesantan primjer Čilea, gdje su penzioni fondovi akumulirali imovinu u vrijednosti od 45% GDP, a zajedno sa ostalim institucionalnim investitorima čak 65% GDP. Kao posledica toga, u Čileu je došlo do snažog uticaja na razvoj tržišta obveznica i rejting agencija, dok je uticaj na razvoj tržišta akcija bio mnogo skromniji.

Još jedan od pokazatelja “kritične mase” polazi od obima trgovine. Čile i Južna Afrika su dvije zemlje u kojima su institucionalni investitori veliki, ali obim njihove trgovine je prilično nizak. Ne treba prenebregnuti činjenicu da značajan broj zemalja u razvoju koristi sisteme kvantitativnih i kvalitativnih ograničenja kada su u pitanju penzioni fondovi i drugi institucionalni investitori, pa čak i u situacijama kada ne postoji dovoljno kvalitetnih vlasničkih instrumenata, čime faktički otežavaju razvoj institucionalnih investitora. Jedan od mogućih uzroka je korišćenje “*buy and hold*” investicione strategije investiranja. Kako fondovi imaju konstantan priliv likvidnih sredstava, restrukturiranje portfolija je jeftinije i jednostavnije realizovati kroz kupovinu nove aktive, nego prodajom postojećeg.

*Usvajanje provodljive regulacije i usvajanje politika optimizacije* su sledeći, veoma važni, preduslovi za efikasnost privatnih penzija. Iako neke zemlje imaju dovoljan broj fondova koji raspolažu sa “kritičnom masom” kapitala, ograničavajuća regulativa je umanjila njihov uticaj na razvoj tržišta kapitala. Ovdje se u prvom redu misli na razne modalitete kvantitativnih i kvalitativnih ograničenja vezanih za investiranje fondova, ali i na neke konzervativne pristupe investiranju. Jasno je da kvantitativna i kvalitativna ograničenja ograničavaju optimizaciju portfolija penzionog fonda, ali su se i sami fondovi (u zemljama gdje su kvantitativna ograničenja bila zanemarljiva) radije odlučivali za ulaganja u obveznice nego za ulaganja u akcije.

Kao i u slučaju kritične mase, teško je odrediti što precizno čini pluralističku strukturu. U zemljama poput (Bolivije, Šri Lanke, Singapura i sl.) dominira par velikih fondova i jasno je da nemaju pluralističku strukturu. Sa druge strane, u USA postoje čak i hiljade penzionih fondova te je situacija i ovdje jasna. Međutim, mnoge zemlje (Argentina, Čile, Češka, Mađarska, Meksiko i sl.) imaju između pet i trideset penzionih fondova i tim slučajevima je teško reći da li je institucionalna struktura dovoljno diverzifikovana da obezbijedi benefite pluralizma.

*Pluralistička struktura* je veoma bitna jer stimuliše konkurenciju, podstiče inovacije i promoviše efikasnost. Odsustvo konkurencije u većini zemalja omogućava soci-

jalnim podsystemima i obaveznim privatnim penzionim fondovima da posluju sa gubitkom, da imaju loš publicitet kod članova, da drže neprecizne i nepotpune evidencije o doprinosima i benefitima i sl. Pluralistička struktura omogućava da se izvrši odgovarajuća disperzija kontrole i korporativnog upravljanja između više penzionih fondova. Smatra se da su postepena pomjeranja ka ulaganju u indeksne fondove i privatne obveznice u USA i UK dobrim dijelom uzrokovane prevalencijom pluralističke strukture.

## 5. Zaključak

Savremeno penzijsko osiguranje je jedna od fundamentalnih komponenti ukupne socijalne politike svih zemalja svijeta, čije odrednice bitno povratno utiču na ukupno funkcionisanje integralnog sistema određenog društva. Penzijski sistem predstavlja uređen skup procesa i njihovih odnosa, koji ima specifične ciljeve i zato pretpostavlja strogo određena pravila i njihovo poštovanje.

U konceptu ukupnih ekonomskih sloboda, dobrovoljno penzijsko osiguranje je važan segment za opredjeljenje svakog pojedinca u dobi kada više nije spopoban za rad.

S obzirom na značaj i rizike sistema dobrovoljnih penzija, neosporna je uloga države u njihovom regulisanju i stimulanju. Iako je ona „pasivan“ učesnik, njen značaj u sistemu regula je nemoguće supstituisati bilo kojim drugim učesnicima.

U Crnoj Gori se počelo sa embrionalnom implementacijom dobrovoljnih penzionih fondova. Za sada su osnovana tri društva za upravljanje i dva fonda. S obzirom na spostost odvijanja ovog procesa, posebno u uslovima ekonomske krize, navedeni su preduslovi za bržu implementaciju privatnog penzijskog osiguranja. Iako ih ima mnogo, mi smo identifikovali samo ključne, podijelivši ih na dvije velike grupe: „potrebne“ i „dovoljne“.

Od preduslova za dalju implementaciju, u ovom radu, smo među potrebnim izdvojili: makroekonomsku stabilnost, opštu fiskalnu stabilnost, dalji razvoj jezgara efikasnih institucija i pristupstvo efikasne regulatorne i supervizijske agencije. Među „dovoljnim“ uslovima smatramo posebno važnim kritičnu masu kapitala, provodljivu regulaciju i politiku optimizacije i postojanje odgovarajuće

pluralističke strukture. Svi oni predstavljaju jedinstvenu cjelinu i kao takve ih treba integralno tretirati.

## Literatura

- Baldwin, B. G. (2002), *The New Life Insurance Investor Adviser*, New York: McGraw-Hill.
- Black Jr. K., Harold D. S. Jr. (2000), *Life and Health Insurance*, XIII Edition, New Jersey: Prentice Hall.
- Blake, D. (2006), *Pension Economics*, Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Blake, D., Board, J. (2000), *Measuring Value Added in Pension Industry*, London: The Pension Institute.
- Borsch-Supan, A. (2003), „What are NDC Pension Systems? What Do They Bring to Reform Strategies“, NBER, 42.
- Cannon, E., Tonks, I. (2008), *Annuity Markets*, Oxford: Oxford University Press.
- Centralna banka Crne Gore (2010), „Izveštaj Glavnog ekonomiste CBCG za 2009. godinu“, Podgorica.
- European Commission (2009), „Montenegro 2009 Progress Report“, Brussels, 14.10. SEC(2009), 1336/2.
- Marović, B., Avdalović, V. (2003), *Osiguranje i upravljanje rizikom*, Subotica: Birografika.
- Mihailović, Z. (2003), *Reform of Montenegrin Pension System*, Podgorica: CPI.
- Mihailović, Z. (2004), „Funkcionalni aspekti regulacije i supervizije penzijskih fondova“, *Preduzetnička ekonomija*, Volume VI, ss. 90-105
- Mihailović, Z. (2005), „Osnovni modeli mirovinskog sustava kroz prizmu taksonomije OECD-a“, *Svijet osiguranja*, br. 39, Zagreb, ss. 41-49
- Muller, K. (2000), *The Political Economy of Pension Reform in Central and Eastern Europe*, Cheltenham: E. Elgar.
- OECD (2002), „Private Pensions Series“ N<sup>o</sup> 3, OECD, Paris, 2002.
- Sl. list RCG, br. 78/06 I 14/07.
- Vlada Crne Gore (2009), „Ekonomski i fiskalni program za Crnu Goru 2009-2012“.
- Vittas, D. (2000), „Pension Reform and Capital Market Development „Feasibility“ and „Impact“ Preconditions, Development Research Group, World Bank.