



Центар за Истражување и Креирање на Политики

**РЕЦЕПТ НА СВЕТСКА БАНКА ЗА РЕФОРМИТЕ ВО  
МАКЕДОНСКИОТ ПЕНЗИСКИ СИСИТЕМ  
- СКАП И ПРЕМНОГУ РЕГУЛИРАН -**

Јули, 2007

Скопје, Македонија

Центар за Истражување и Креирање на Политики (ЦИКП) е независен и непрофитен истражувачки институт настанат како резултат на потребата од независни, темелни и точни истражувања во областа на применетите (јавните) политики. ЦИКП подготвува анализи и го набљудува процесот на креирање политики во Македонија. Со своите истражувања и објективни анализи базирани на факти и теренски истражувања Центарот се стреми да покрене дебата околу битни социо-економски прашања за Македонија. ЦИКП се состои од група на експерти од земјата, како и надворешни соработници од повеќе Европски земји. Експертите се образовани и имаат искуство во разни области како на пример политикологија, право, економија, меѓународни односи, и социологија.

ЦИКП цели кон пополнување на јазот помеѓу законските решенија и јавните политики и реалната ситуација преку конкретни анализи како и лобирање (advocacy) на истите. Областите во кои членовите на ЦИКП моментално работат се следниве:

- а) Социо-економски Развој на Општините
- б) Истражување на Македонската Политичка Сцена преку Студии на Јавното Мнение  
т.н., Студии Пред и После Избори (national election studies на Универзитетот во Мичиген)
- в) Истражувања во Здравството и Здравствената Заштита (финансирање, рационализација на здравствените услуги, и т.н. quality assurance)
- г) Социјално Осигурување (пензиски системи)
- д) Добро Владеење (мониторинг на децентрализацијата на локално ниво)
- ѓ) Градење на Капацитети на НВОа, групи на граѓани и професионални организации  
преку тренинзи за тоа како се вршат истражувања на јавните политики (policy analysis).
- е) Евроинтегративни процеси
- ж) Евалуација на ефикасноста на јавните политики/регулативите/законите  
Сметаме дека подготовката на студии на случај за Македонските социо-економски проблеми на микро ниво ќе го помогне процесот на креирање на добри односно квалитетни јавни политики. Исто така, убедени сме дека е повеќе од потребно да се работи на евалуација на јавните политики во различните сектори за истите да бидат подобрени и поблиски до потребите на граѓаните.

Наши партнери за 2007

Open Society Institute

The German Marshall Fund of the United States of America

Olof Palme International Center

NORMAK

UNIFEM

EAR

Friedrich Ebert Foundation

## Содржина

|   |    |
|---|----|
| Кратко Резиме                           | 4  |
| I. Вовед                                | 5  |
| II. Македонскиот Пензиски Систем        | 7  |
| III. Законски Ограничувања              | 10 |
| IV. Алокација на Средства и Перформанси | 14 |
| 1. Трошоци и Провизии                   | 23 |
| 2. Принос од Инвестиции                 | 24 |
| 3. Едно vs. Повеќе Потрфолија           | 27 |
| V. Заклучоци и Препораки                | 29 |
| VI. Дополнителни Информации             | 31 |

## Кратко Резиме

---

Изминаа 18 месеци откако новата законска регулатива стапи на сила и Ние веруваме дека сега е вистинскиот момент да изнесеме неколку аспекти кои се многу важни кога дискутираме дали на долг рок одредена реформа ќе биде успешна или не. Во оваа студија ќе покажеме дека учесниците во реформиранiot Македонски пензиски систем се соочуваат со високи трошоци на опортунитет (opportunity costs). Со цел да се надмине ваквиот проблем инвестиционата стратегија на пензиските фондови треба веднаш да се преиспита со цел да се овозможи адекватна диверзификација на средствата помеѓу инструменти и земји! Второ, имајќи ја во предвид сегашната состојба во нашата економија и степенот на развој на пазарот на капитал, веруваме дека инвестиционите рестрикции треба се олабават каде што целта на среден рок треба да биде движење кон правилото ‘prudent person’. Трето, трошоците кои се наплаќаат се премногу високи и треба веднаш да бидат преиспитани од страна на пензиските фондови. Исто така ова се однесува и на владините институции. На крај, фондовите треба да се натпреваруваат преку понуда на различни инвестициони стратегии за нивните клиенти. Имено, наместо сите учесници да бидат присилени да имаат идентично портфолио, пензиските фондови на учесниците треба да им овозможат избор на портфолио врз основа на нивните лични преференции за ризик и старосната структура. Доколку е ова невозможно да се постигне тогаш постои порадикално алтернативно решение - **замена на задолжителниот втор столб со доброволен втор столб!** На тој начин учесниците во Македонскиот пензиски систем ќе бидат во состојба да изберат фонд со јасно дефинирана инвестициона стратегија (во зависност од проспектот). Тоа практично ќе создаде огромна мотивираност кај фондовите за подобра ефикасност во инвестициониот менаџмент и остварените перформанси (единственото средство за маркетинг) бидејќи пензиските планови ќе се нудат единствено на конкурентска основа.

## I. Вовед

---

Во изминатите 60 години Македонскиот пензиски систем беше базиран на таканаречената интер-генерациска солидарност или ‘Pay-As-You-Go’ систем.<sup>1</sup> Во никој случај неможеме да кажеме дека тоа е лош систем посебно имајќи ги предвид тогашните демографски и социо-економски фактори. Исто така, овој модел беше многу успешно применет во многу Европски земји без оглед на нивниот политичкиот систем. Меѓутоа во последните неколку декади се појавија неколку фактори и трендови кои иницираа голема дебата во академската јавност (претежно во развиените земји) во поглед на одржливоста на овој модел и итната потербата за реформирање на сите системи организирани на овој начин. Овие фактори и трендови можат да се класифицираат во две големи категории: демографски и социо-економски.

Суштинско прашање за стабилноста на секој Pay-As-You-Go систем е односот помеѓу бројот на вработени и лицата кои добиваат пензии бидејќи системот е тековно финансиран.<sup>2</sup> Во случајот на Македонија, порастот на населението стагнира. Ваквиот процес на ‘стареење на населението’ резултира во зголемен број на лица кои имаат право да добиваат пензии. Згора на тоа, животниот век конинуирано се зголемува создавајќи голема разлика во идните пензиски обврски.

Како и во многу други земји во транзиција, процесот на приватизација создаде дополнителни проблеми. Големiot притисок на глобалната економија врз Македонскиот пазар резултираше во постојано зголемување на невработеноста и стагнација во економскиот развој. Односот помеѓу бројот на вработени и лицата кои добиваат пензии драматично се намали. Во 1993 за прв пат во историјата Македонскиот пензиски систем се соочи

---

<sup>1</sup> Pay-As-You-Go системот е тековно финансиран каде што пензиите се исплаќаат од тековните придонесите на секој вработен.

<sup>2</sup> Тековните пензиски обврски се плаќаат со акумулираниот капитал од задолжителните придонеси кои ги плаќаат вработените и (или) работодавачите во текот на нивниот работниот век.

со сериозна финансиска криза. Овој настан ја разбуди свеста на домашната и меѓународната јавност за итна потреба од реформи во овој сегмент. Исто така стана јасно дека е невозможно да се одржи тој систем. Имено, доколку се направеа напори да се одржи стариот систем тогаш Македонија ќе се соочеше со непосакувани алтернативи (зголемување на даноци, намалување на пензиите или некоја комбинација од двете).

Меѓународните финансиски институции како што се Светска Банка и Меѓународниот Монетарен Фонд покажаа заинтересираност да помогнат во поглед на решавањето на овој проблем. Со оглед на фактот дека во тој период Македонската Влада имаше лимитиран капацитет за независна подготовка на макроекономските политики како и мерки за нивна имплементација, меѓународните финансиски институции имаа големо влијание и може да се сметаат како основна движечка сила во реформскиот процес што следеше.

Со зголемување на придонесите (за повеќе од 10% од почетното ниво), зголемување на старосната граница за пензионирање (5% за мажите и 10% за жените), како и промена на формулата за пресметка на пензиите (пресметката на просечната плата заедно со намалувањето на процентот од просечната плата) фискалниот притисок се намали. Без оглед на фактот дека сите измени беа оценети од јавноста како непопуларни тие беа неизбежни бидејќи целиот ситем беше пред колапс.

## II. Македонскиот Пензиски Систем

---

Сите имплементирани мерки во периодот 1993-1998 беа од времен карактер и насочени кон одржување на краткорочната стабилност на системот. Вистинската реформа на Македонскиот пензиски систем беше иницирана во 1997 година. Законската рамка беше усвоена во 2000, а истата започна да се имплементира од 1<sup>ви</sup> Јануари 2006. Новиот систем е базиран на неколку **основни принципи** како што се: приватно менаџирање на пензиските средства, заштита на интересите на сите учесници, финансиска и социјална сигурност на членовите, права на учесниците кои зависат од временскиот период и висината на уплатените придонеси, сигурност и диверзификација на инвестираните средства. Се очекува дека ваквиот систем ќе овозможи поголема сигурност на долг рок.

Важно е да се напомене дека реформските процеси во оваа свера не се ексклузивни само за Македонија<sup>3</sup>, ниту пак за земјите од Југоисточна Европа. Имено, слични реформи можат да се забележат и во многу земји од ЕУ каде биле применувани системите Pay-As-You-Go. Моментално во Македонија постои трестолбен пензиски систем (т.н. 'mixed pension scheme'):

- Прв столб, кој е обврзувачки и по дефиниција функционира како Pay-As-You-Go систем
- Втор столб, обврзувачки меѓутоа функционира како приватно менаџиран ДЦ ('Defined Contribution') систем, и
- Трет столб, кој исто така е ДЦ систем меѓутоа не е обврзувачки

Вториот столб може да се смета како најголемата трансформација и предизвик во однос на претходниот систем.<sup>4</sup> Од друга страна пак се поставува прашањето зошто беше избрана ваква трансформација посебно

---

<sup>3</sup> Реформите се веќе имплементирани во Унгарија, Бугарија, Хрватска, и Србија.

<sup>4</sup> Во овој момент третиот столб не е предмет на интерес бидејќи сеуште не започнал да функционира.

имајќи ја предвид дебатата која се води во академската јавност околу поголемата адекватност на ‘двостолбен пензиски систем’.<sup>5</sup> Меѓутоа немаме намера со оваа студија да го дискутираме ова прашање туку да оцениме колку е успешно реформата имплементирана во Македонија и какви се досегашните резултати.

По дефиниција, со ДЦ пензиски план секој месец компаниите издвојуваат одредена сума средства (или процент од плата) во корист на своите вработени. Постојат ограничувања во поглед на тоа кога и колку овие средства можат да се повлечат без да се наплаќаат пенали (односно провизии). Во овој систем не постои начин со сигурност да се знае колку средства ќе бидат акумулирани на индивидуалните сметки во моментот на пензионирање. Тоа зависи од висината на придонесите како и приносот од инвестираните средства. Кај овој систем износот на придонесите е фиксен<sup>6</sup>, меѓутоа бенефитот е непозната категорија. Доколку две индивидуи во текот на нивниот работен век плаќале идентични придонеси износот на акумулираните средства на крајот од периодот ќе биде различен доколку биле инвестирани во различни портфолија. Од ова произлегува дека во овој систем севкупниот инвестиционен ризик е трансфериран на учесниците во системот.

Во оваа студија ќе се обидеме емпириски да докажеме дека постои големо потрфрлување во процесот на имплементација. Потоа, ќе се обидеме да одговориме на прашањето дали овој модел е одржлив на долг рок или не. Клучното прашање е *колку брзо системот треба да се либерализира, и дали пензиските фондови се во можност да остварат принос превземајќи прифатлив ризик и истовремено функционирајќи во рамките на законските ограничувања?* Затоа, во оваа студија ќе направиме компаративна анализа на системите во Бугарија, Македонија и Хрватска. Преку скенирање на состојбите во поглед на инвестиционите

---

<sup>5</sup> Замена на Pay-As-You-Go и обавезниот ДЦ систем со ДБ (‘Defined Benefit’).

<sup>6</sup> Ова е точно само до одреден степен бидејќи во овој систем можни се промени во износот на придонесите (на пример како резултат на промени во оданочувањето).



портфолија, остварените приноси и трошоците<sup>7</sup> кои ги плаќаат учесниците (како на пензиските фондови така и на владините институции) ќе одговориме на прашањето *дали учесниците во Македонскиот пензиски систем се соочуваат со трошоци на опортунитет?* На крај ќе се осврнеме на постоечката законска регулатива од минимум 80% инвестирање во хартии од вредност издадени од Македонски издавачи, што е спротивно на еден од основните принципи на кој се заснова новиот пензиски систем (*диверзификација на инвестициите и сигурност на средствата*)!

---

<sup>7</sup> Трошоците ќе бидат споредени во апсолутни и релативни износи. На пример: 1% провизија од нето средствата на фондот кои се наплатуваат за менаџирање на портфолиото не е идентично доколку истото е составено од 5% акции и 95% краткорочни хартии од вредност со фиксен доход, споредено со фонд кој инвестира 100% во акции.

### III. Законски Ограничувања

---

Како најважен дел од пензиската регулатива може да се сметаат пропишаните насоки во областа на менаџирањето на средства (или asset management). Оваа област исто така се нарекува ‘инвестициона регулатива’ или ‘портфолио регулатива’. Една од нејзините основните цели е да обезбеди адекватна диверзификација на инвестираните средства притоа елиминирајќи ја можноста пензиските фондови да инвестираат во многу ризични и неликвидни средства. Меѓутоа инвестиционите рестрикции можат да бидат контрапродуктивни, изложувајќи ги учесниците на поголем портфолио ризик.

Генерално, постојат две основни методи за регулирање на инвестициите на пензиските фондови, а тоа се правилото ‘prudent person’ и ‘квантитативни’ рестрикции. Регулацијата типично вклучува концентрациони лимити за инвестирање во еден издавач, видови на инструмент, ризик, концентрациони лимити во поглед на сопственоста и видови на средства. Првите четири (4) може да се сметаат за некотраверзни ‘prudent person’ правила. Од друга страна пак рестрикциите врз основа на видови средства представува една посебна област во регулативата која предизвикува многу повеќе контраверзи во последните години. Тие се поставени со цел да се постават граници во поглед на можностите за инвестирање. Од следната табела може да се види моменталната законската регулатива во неколку земји.

Табела 1  
Регулатива за инвестирање на средствата

|                         | Домашни           | Меѓународни  |
|-------------------------|-------------------|--|
| <b>‘Prudent person’</b> |                   |  |
| Австрија                | N/a               | Нема ограничувања  |
| Австралија              | Нема ограничувања | Нема ограничувања  |
| Исланд                  | N/a               | Фондовите на вработените во јавниот сектор неможат да инвестираат во странство |
| Ирска                   | Нема ограничувања | Нема ограничувања  |
| Холандија               | Нема ограничувања | Нема ограничувања  |
| Нов Зеланд              | Нема ограничувања | Нема ограничувања  |

|                                 |   |  |
|---------------------------------|---|--|
| Шпанија                         | N/a   | Нема ограничувања за инвестирање во ОЕЦД   |
| Велика Британија                | Нема ограничувања   | Нема ограничувања  |
| САД                             | Нема ограничувања   | Нема ограничувања  |
| <b>Квантитативни рестрикции</b> |   |  |
| Белгија                         | Минимум 15% во јавни обврзници, максимум 40% во недвижности, 10% во депозити  | Без странски инвестиции  |
| Канада                          | Максимум 7% во недвижности  | Инвестирањето во странство во износ над 10% се оданочува   |
| Чешка                           | N/a   | Без странски инвестиции  |
| Данска                          | Минимум 60% во јавен долг; максимум 40% во недвижности, инвестициони фондови и акции  | Лимит од 20%   |
| Финска                          | N/a   | 20% limit in other EU states   |
| Франција                        | Минимум 50% во обврзници (AGIRC/ ARRCO), минимум 34% во јавни обврзници, 40% лимит за недвижности и 15% за депозити   | Без странски инвестиции (осигурани фондови)  |
| Германија                       | Насоки: 30% лимит за акции од ЕУ, 25% за недвижности во ЕУ  | Севкупен лимит од 20%; максимум 6% за инвестирање во акции надвор од ЕУ, и максимум 6% за обврзници надвор од ЕУ |
| Грција                          | N/a   | Лимит од 20% за домашни инвестициони фондови кои може да инвестираат во странство                                |
| Италија                         | Лимитирано на јавни обврзници, депозити, недвижности, хипотеки, инвестициони фондови (осигурани фондови)  | Нема ограничувања  |
| Јапонија                        | Насоки (кои се одстранети): 30% лимит за акции, 20% недвижности; минимум 50% во обврзници   | Севкупен лимит од 30%  |
| Норвешка                        | Лимит од 20% за акции, 30% за приватни обврзници или заеми  | Нема ограничувања  |
| Потугалија                      | Минимум 30% во јавни обврзници, 50% лимит за недвижности  | Лимит од 40%   |
| Полска                          | Лимит од 20% за банкарски депозити или акции, 40% за листирани акции, 15% во отворени фондови, 5% во затворени фондови, 15% во јавно тргувани општински обврзници, 5% во нетргувани обврзници | Лимит од 5%  |
| Шведска                         | Најголем дел од инвестициите во листирани обврзници и заеми   | Лимит од 5-10%, во зависност од фондот   |
| Швајцарија                      | 30% лимит за акции, 55% за недвижности  | Севкупен лимит од 30%  |
| Македонија                      | 30% лимит на акции;<br>Забрана за инвестирање во недвижности, финансиски деривати и алтернативни инвестиции   | Севкупен лимит од 20%  |

Забелешка: N/a означува дека податоците се недостапни.

Извор: Laboul (1992), Davis (1998), EFRP (1996), Watson Wyatt (1997), Chlon, Gora and Rutkowski (1998).

Може да се забележи дека постои група на земји во кои не се применуваат рестрикции врз основа на видови средства.<sup>8</sup> Во тој случај велиме дека овие земји го следат правилото на 'prudent person'. Ова правило единствено бара од оние кои што се одговорни за инвестиционите одлуки

<sup>8</sup> Единствената рестрикција која постои е поврзана со инструкциите дека портфолиото мора да биде менаџирано одговорно. Таков е случајот со Англо-Саксонските земји и Холандија.

да ги имаат предвид специфичните околности на фондот. Понатаму, се дозволува да бидат вклучени во портфолиото на пензискиот фонд поризични средства доколку тој ризик биде неутрализиран (или 'hedged') делумно или целосно.

Втората група на земји (вклучувајќи ја и Македонија) имаат воведено квантитативни рестрикции, кои се едноставни и многу лесни за мониторинг. Главната критика на овие рестрикции е фокусирана на забраната (или пак ниските лимити) за инвестиции во странство. Меѓутоа, Македонија има една дополнителна карактеристика. Имено, според постоечката законска регулатива Македонските пензиски фондови единствено можат да инвестираат во странски хартии од вредност доколку истите бидат издадени од правни лица или земји кои имаат кредитен рејтинг 'A' или повисок според *Fitch Investor Service* или *Standard & Poor's*, односно 'A2' или повисок според *Moody's*. Доколку имаме предвид дека Македонија има 'BB+' рејтинг според *Standard & Poor's*, тогаш можеме слободно да изјавиме дека во овој момент повеќе од 99% од средствата на Македонските пензиски фондови се инвестирани во хартии од вредност со шпекулативен карактер (или 'below investment grade' securities).<sup>9</sup> Само за илустрација, во земјите со развиен пазар капитал сите институционални инвеститори (освен приватните и hedge фондовите) несмеат да инвестираат во хартии од вредност со толку висока веројатност (или ризик) од пропаѓање. Ова дефинитивно е во спротивност со еден од основните принципи содржани во Законот за Капитално Финансирано Пензиско Осигурување - **сигурност** на инвестираните средства. Исто така, сериозно загрижува тенденцијата да се користат Македонските пензиски фондови како извор за финансирање на домашниот државен долг!

Мошне важно е да се напомене постоењето на емпириски докази дека остварениот реален принос на пензиските фондови кои функционираат

---

<sup>9</sup> Доколку државата има кредитен рејтинг од BB+ тогаш можеме со сигурност да претпоставиме дека ситуацијата кај најголемиот дел на Македонски компании е уште полоша. Имајќи го ова во предвид не треба да бидеме изненадени од фактот што досега не постои ниту една Македонска компанија која побарала да биде оценета од некоја меѓународно признаена рејтинг агенција.

врз основа правилото на ‘prudent person’ се повисоки отколку реалниот принос на пензиски фондови кои функционираат во порестриктивни средини.<sup>10</sup> Во голем дел (но не и целосно) разликата може да биде објаснета со фактот дека поголем процент од средствата се инвестирани во акции. Во литературата за пензиската регулатива мошне често може да се сретне заклучокот дека инвестиционите рестрикции до одреден степен се оправдани за земји кои воведуваат задолжителен втор столб.<sup>11</sup> Меѓутоа исто така постои консензус за потребата овие рестрикции со тек на време да бидат релаксирани. Меѓутоа тоа треба да биде во согласност со развојот на институциите и инструменти, подобрување на ‘длабочината’ и ликвидноста на пазарот на капитал, како и законската регулатива. Долгорочната цел треба да биде прифаќање на правилото на ‘prudent person’, каде постојат минимални рестрикции.

Во овој момент во Македонија ‘квантитативните’ рестрикции не представуваат никаква пречка во инвестирањето бидејќи фондовите останаа далеку под законски пропишаните лимити. Меѓутоа ние веруваме дека тие треба да бидат преиспитани посебно имајќи ја предвид моменталната состојба во нашата економија и степенот на развој на пазарот на капитал.

---

<sup>10</sup> Многу голем број на студии (како што се OECD (1998), Davis (1995 and 1997), итн.) имаат дојдено до сличен заклучок.

<sup>11</sup> Rocha, R., Gutierrez, J., and Hinz, “Improving the regulation and supervision of pension funds: Are there lessons from the banking sector?”, World Bank, 1999.

## IV. Алокација на Средства и Перформанси

---

Она што е карактеристично за многу земји во развој (вклучувајќи ја и Македонија) е дека учесниците во пензискиот систем немаат можност да го прилагодат своето портфолио врз основа на нивната спремност да превземат одреден степен на ризик. Имено, и покрај тоа што инвестициониот ризик е целосно префрлен на учесниците тие се комплетно дисконектирани од оние кои ги донесуваат одлуките. Поради фактот што не се во состојба да ги бираат своите инвестициони стратегии тие немаат никаква контрола во однос на превземениот ризик од страна на фондовите кои се одговорни за менаџирањето на нивните средства.

Претпазливоста на регулаторите (односно Владата) преку законските рестрикции доведоа до сериозно лимитирање на ‘инвестиционата слобода’. Тие се обидуваат да ја намалат веројатноста од ‘лоши’ сценарија како што се: пензионирани граѓани без доволно средства, превземање на непотребен ризик, како и донесувањето на инвестициони одлуки за кои граѓаните немаат искуство, што до одреден степен е разбирливо. Меѓутоа, од друга страна тоа создава премногу регулирана средина во која функционираат пензиските фондови.

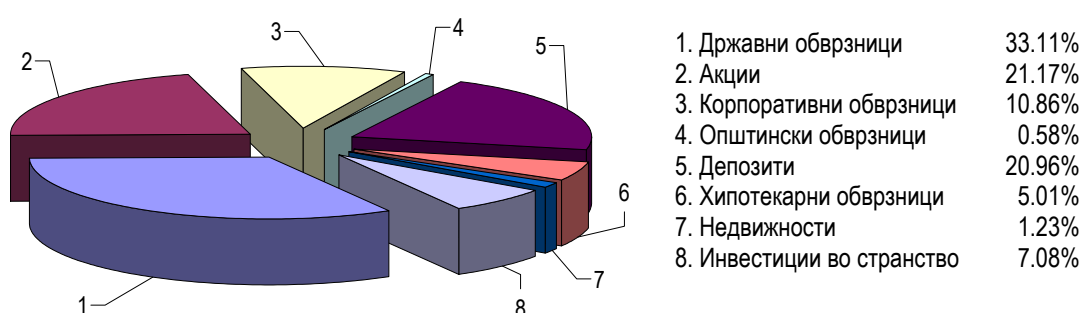
Инвестиционите рестрикции можат да доведат до несакани ефекти спротивни на иницијалните очекувања. Затоа, во оваа студија правиме компаративна анализа на системите во Бугарија, Македонија и Хрватска. Бидејќи сите земји имаат ист (или многу сличен) пензиски систем ќе биде мошне интересно да се види алокацијата на средства помеѓу различни инструменти. Понатаму, ќе видиме дали трошоците кои ги наплаќаат фондовите одговорни за менаџирање на средствата се повисоки во Македонија или не. На крај, врз основа на сегашното портфолио ќе направиме модел со цел теоретски да го видиме резултатот од приносот на инвестициите. Ова ќе ни даде јасна индикација за тоа што може да се

направи со цел да се подобри долгорочната стабилност на Македонскиот пензиски систем.

Алокацијата на средства помеѓу различни инструменти е прикажана во следните графикони.

### Графикон 1

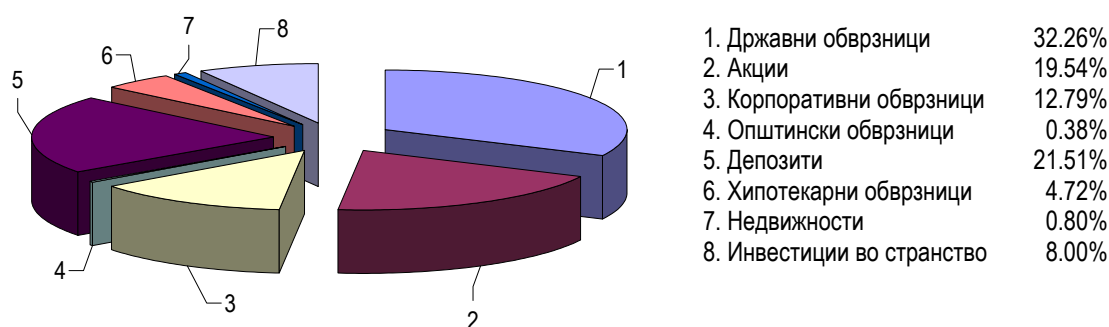
Портфолио на Професионални Пензиски Фондови<sup>12</sup> во Бугарија од 31.12.2006



Извор: Комисија за Финансиска Супервизија на Бугарија (KFN)

### Графикон 2

Портфолио на Универзални Пензиски Фондови<sup>13</sup> во Бугарија од 31.12.2006



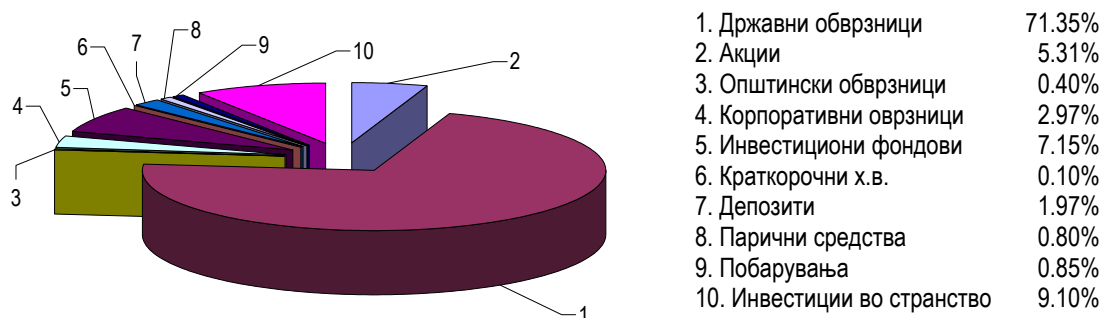
Извор: Комисија за Финансиска Супервизија на Бугарија (KFN)

<sup>12</sup> 192.825 членови учествуваат во 8 фондови: Doverie, Saglasie, DSK-Rodina, Allianz Bulgaria, ING, CCB-Sila, Lukoil Garant-Bulgaria и DZI.

<sup>13</sup> 2.442.701 членови учествуваат во 8 фондови: Doverie, Saglasie, DSK-Rodina, Allianz Bulgaria, ING, CCB-Sila, Lukoil Garant-Bulgaria и DZI.

### Графикон 3

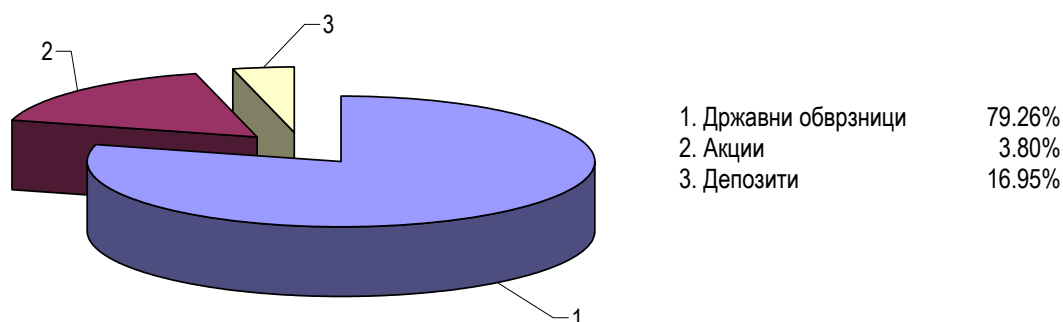
Портфолио на Обврзувачки Пензиски Фондови<sup>14</sup> во Хрватска од 31.12.2006



Извор: Хрватска Агенција за Супервизија на Финансиските Услуги (HANFA)

### Графикон 4

Портфолио на Обврзувачки Пензиски Фондови<sup>15</sup> во Македонија од 31.12.2006



Извор: Агенција за Супервизија на Капитално Финансирано Пензиско Осигурување (MAPAS)

Според презентираниите графикони може да се заклучи дека диверзификацијата на средствата менаџирани од страна на Македонските пензиски фондови е далеку полоша споредено со Бугарија или Хрватска. Во поглед на алокацијата по земји, скоро целото портфолио е инвестирано во хартии од вредност издадени од Македонски издавачи, создавајќи т.н преголема изложеност ('country and currency overexposure'). Исто така постои огромна разлика во однос на алокацијата на средства помеѓу различни инструменти. Имено, во Македонија скоро 80% од средствата се

<sup>14</sup> 1.322.010 членови учествуваат во 4 обврзувачки пензиски фондови: AZ, Erste, PBZ/CO и Raiffeisen.

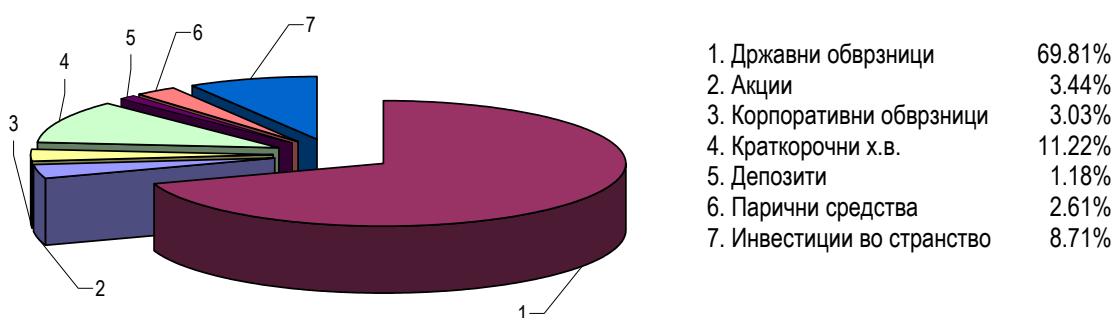
<sup>15</sup> 128.031 членови учествуваат во 2 обврзувачки пензиски фонда: НПФ и КБ ПОПФ.



инвестирани во обврзници кои се издадени или гарантирани од страна на државата. Со оглед на фактот дека имаме инвестициона стратегија која е ‘многу конзервативна’ и ‘пасивна’ (buy-and-hold)<sup>16</sup> дури неискусните и несофистицираните инвеститори можат самите многу лесно да менаџираат ваков вид на портфолио. Имајќи го ова во предвод се поставува прашањето “Зошто Македонските учесници плаќаат ‘влезни’ трошоци (‘entry’ fees) и провизии за менаџирање на средства (management fees) за ваков вид на портфолио?,,.

Цврсто веруваме дека ‘временската димензија’ е важен аргумент во една многу динамична индустрија како што е менаџирањето на средства (или ‘asset management’) бидејќи секој период има свои специфични карактеристики фаворизирајќи различни сектори и видови на хартии од вредност. Меѓутоа, временската димензија во ниту еден случај не смее да се смета за фактор во процесот на составување на портфолио од аспект на тоа колку месеци пензиските фондови функционираат. Имено, портфолиото во секое време треба да биде адекватно диверзивицирано и позиционирано да генерира највисок можен принос. Само за илустрација, ја споредивме алокацијата на средства во Бугарија, Македонија и Хрватска апроксимативно 18 месеци откако реформата била имплементирана.

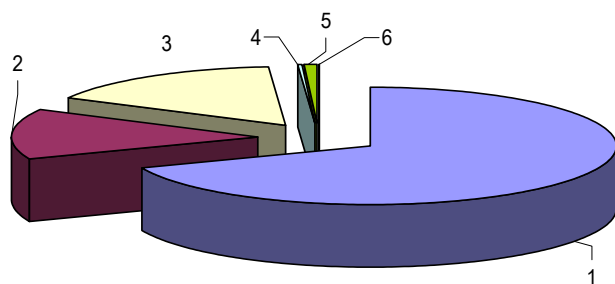
**Графикон 5**  
**Портфолио на Пензиските Фондови во Хрватска на 31.12.2003**



Извор: Хрватска Агенција за Супервизија на Финансиските Услуги (HANFA)

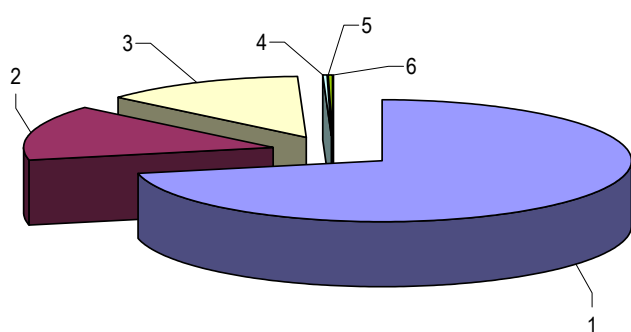
<sup>16</sup> Инвестициона стратегија која подразбира долгорочно чување на хартии од вредност притоа игнорирајќи ги краткорочните флукуации на цените.

**Графикон 6**  
**Портфолио на Пензиските Фондови во Бугарија на 31.12.2003**



Универзални ПФ

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 1. Државни обврзници       | 71.68% |
| 2. Акции                   | 14.71% |
| 3. Депозити                | 13.15% |
| 4. Опжтински обврзници     | 0.23%  |
| 5. Недвижности             | 0.22%  |
| 6. Инвестиции во странство | 0.01%  |

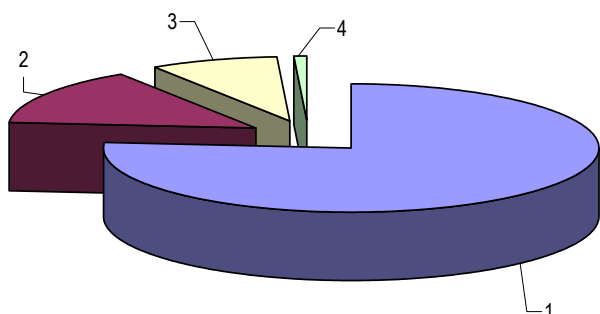


Професионални ПФ

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 1. Државни обврзници       | 68.97% |
| 2. Акции                   | 13.68% |
| 3. Депозити                | 16.12% |
| 4. Опжтински обврзници     | 0.50%  |
| 5. Недвижности             | 0.72%  |
| 6. Инвестиции во странство | 0.02%  |

Извор: Комисија за Финансиска Супервизија на Бугарија (KFN)

**Графикон 7**  
**Портфолио на Пензиските Фондови во Македонија на 31.06.2007**



|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 1. Државни обврзници       | 76.47% |
| 2. Акции                   | 8.39%  |
| 3. Депозити                | 14.20% |
| 4. Инвестиции во странство | 0.89%  |

Извор: Агенција за Супервизија на Капитално Финансирано Пензиско Осигурување (МАРАС)

Повторно дојдовме до сличен заклучок и покрај корекциите за временската димензија. Македонија е повторно назад во однос на диверзификација на средствата. На крај ќе ги споредиме разликите во однос на висината на остварените приноси бидејќи во одредени периоди

(и исполнети одредени услови) ‘држењето’ на помалку диверзифицирано портфолио може да биде корисно доколку истото генерира повисок принос корегирани за ризикот. Меѓутоа, како што може да се забележи од табелата, приносот од инвестициите на Македонските пензиски фондови е **значително понизок!** За првите 18 месеци од нивното постоење, фондот кој остварил најдобри резултати во Македонија имал принос кој е за **50% понизок** споредено со најдобриот резултат остварен од страна на Бугарските фондови. Ова представува **неверојатно потфрлување!**

Табела 2

Принос од инвестиции (за првите 18 месеци од постоењето на фондовите)

| ЗЕМЈА           | Бугарија                     | Хрватска          | Македонија    |
|-----------------|------------------------------|-------------------|---------------|
| ДАТУМ           | 31.12.2003                   | 31.12.2003        | 31.06.2007    |
| ФОНД/<br>ПРИНОС | <i>Универзални</i>           |                   |               |
|                 | Doverie 24.4%                | AZ Fond 16.8%     | НПФ 11.6%     |
|                 | Saglasie 24.1%               | Erste Plavi 16.1% | КБ ПОПФ 12.3% |
|                 | DSK-Rodina 18.4%             | Raiffeisen 16.2%  |               |
|                 | Allianz 17.8%                | PBZ Croatia 18.0% |               |
|                 | ING Bulgaria 26.2%           |                   |               |
|                 | CCB-Sila 22.6%               |                   |               |
|                 | Lukoil Garant-Bulgaria 26.1% |                   |               |
|                 | DZI N/a                      |                   |               |
|                 | <i>Професионални</i>         |                   |               |
|                 | Doverie 23.8%                |                   |               |
|                 | Saglasie 23.8%               |                   |               |
|                 | DSK-Rodina 22.7%             |                   |               |
|                 | Allianz 20.9%                |                   |               |
|                 | ING Bulgaria 24.8%           |                   |               |
|                 | CCB-Sila 23.4%               |                   |               |
|                 | Lukoil Garant-Bulgaria 23.0% |                   |               |
|                 | DZI N/a                      |                   |               |

Забелешка: N/a означува дека податоците се недостапни.

Извор: Комисија за Финансиска Супервизија на Бугарија (KFN), Агенција за Супервизија на Капитално Финансирано Пензиско Осигурување (MAPAS), PBZ Croatia Osiguranje, Raiffeisen Mirovinski Fond, Erste Plavi Mirovinski Fond, and AZ Fond

Ситуацијата е уште полоша доколку изолирано го обзервираме Македонскиот пазар. Преку креирање на синтетичко портфолио составено исклучиво од Македонски хартии од вредност (во однос 70% обврзници и 30% акции) и користејќи го истото како репер (односно ‘benchmark’) тогаш потфрлувањето е уште поголемо. Меѓутоа, тоа може да се објасни преку

спектакуларниот ‘Bull Run’ на Македонскиот пазар на капитал во изминатите 24 месеци. Без оглед на тоа каква споредба ќе направиме очигледно е дека емпириските резултати покажуваат дека **имаме големо потфрлување во процесот на имплементација!**

Веројатно Македонските пензиски фондови се во една фаза наречена ‘learning by doing’ (преведено како **учење преку пракса**) додека учесниците во системот се соочуваат со многу високи трошоци на **опортунитет!** Спротивно на ова, инвестициониот процес<sup>17</sup> во земјите со развиени пазари на капитал вообичаено е поделен на 5 чекори:<sup>18</sup>

- Менаџмент на Средства и Обврски (Asset Liability Management, АЛМ)<sup>19</sup> кој ќе доведе до ‘policy mix’
- Стратешка алокација на средства
- Тактичка алокација на средства
- Избор на земја, сектор, стил на инвестирање во рамките на едно средство
- Индивидуална селекција на хартии од вредност

Следната табела ги објаснува почетните чекори кој се превземаат во одредувањето на инвестиционата политика и АЛМ.

Табела 3

| <i>Цели</i>          | <i>Ограничувања</i> | <i>Политики</i>                 |
|----------------------|---------------------|---------------------------------|
| Баран принос         | Ликвидност          | Алокација на средства           |
| Толеранција на ризик | Временски период    | Диверзификација                 |
|                      | Регулатива          | Позиционирање во однос на ризик |
|                      | Даноци              | Даночно позиционирање           |
|                      | Уникатни потреби    | Генерирање на принос            |

<sup>17</sup> Инвестициониот процес кој е споменат тука представува крајно симплифицирање на работите.

<sup>18</sup> Станува јасно дека Македонските пензиски фондови не натераа да веруваме дека не се запознаени со овие чекори (или се однесуваат на тој начин).

<sup>19</sup> Техника за менаџирање на ризикот дизајнирана за остварување на адекватен принос со одржување на конфорен вишок на средства над обврските. Процесот вклучува формулирање, имплементација, следење и ревидирање на стратегии поврзани со средствата и обврските во обид да се постигнат финансиските цели за дадена толеранција на ризик и ограничувања. (Извор: [www.investorword.com](http://www.investorword.com)).

Втор чекор, одредување на стратешка алокација на средства:

Според конвенционалниот (или конзервативен) пристап на алокација, средствата со кои управуваат пензиските фондови вообичаено се изразуваат како процент на инвестиции во: Акции, Државни Обврзници, и Недвижности. Според најновите трендови не е невообичаено дури и за фондовите со конзервативен пристап (за развиените пазарни на капитал) да вклучуваат во своите портфолија се повеќе видови на средства како што се: Приватните Фондови ('Private Equity'), Кредитни Обврзници ('Credit Bonds'), Обврзници Поврзани со Инфлација ('Index Linked Bonds'), Алтернативни Инвестиции (Hedge Фондови, Commodities, Инфраструктура) итн.

Постои голема предност кога во портфолиото се вклучуваат поголем број на алтернативни средства. Имено, тие можат понудат принос кој што не е корелиран со останатите видови на средства. Дополнителен тренд представува нискиот 'equity risk premium', 'активен' менаџмент како дополнителен извор на принос, Инвестирање со Социјална Одговорност ('Socially Responsible Investments') и Корпоративно Управување ('Corporate Governance').

Трет чекор, одредување на тактичка алокација на средства:

Тактичката алокација на средства се прави на краток рок, вообичаено покривајќи период помеѓу 3 и 12 месеци. Имено, се базира на чувствата за пазарот и економските сценарија. Резултатот е тактичка алокација, односно редовно менување на изложеноста (поголема или помала) кон одредени средства.

Четврт чекор, одредување на земји, сектори и стилови на инвестирање по одредени видови на средства:

- **Акции:** кои региони, дали одредени сектори ќе станат поважни отколку изборот на земја ('глобални сектори'), дали да се купуваат акции од мали или големи компании, колкав дел од средствата да се инвестираат во private equity.
- **Обврзници:** алокација помеѓу државни обврзници, кредитни обврзници, обврзници поврзани со инфлација, обврзници со висок принос, итн.
- **Недвижности:** хотели наспроти куќи, директно наспроти индиректно, конвенционални наспроти алтернативни, итн.
- **Hedge Фондови:** избор на стилови во инвестирање
- **Commodities:** Нафта или Злато?

Петти чекор, купување на одредени хартии од вредност:

- **Акции:** селекција
- **Обврзници:** изнаоѓање на потценети хартии од вредност
- **Недвижности**
- **Hedge Фондови:** избор на hedge фондови во рамките на одреден стил на инвестирање
- **Како да се тргува со хартии од вредност без да се биде пенализиран од страна на трансакционите трошоци и пазарната фрикција ('market friction').**

## 1. Трошоци и Провизии

Во селедната табела се прикажани сите трошоци и провизии кои ги наплаќаат пензиските фондови.

**Табела 4**

Трошоци кои ги плаќаат учесниците во Обавезните Пензиски Фондови

|  | <i>Влезна провизија</i>                                    | <i>Провизија за менаџирање</i>                                   | <i>Банкарска провизија</i>      | <i>Излезна провизија</i>  |
|--|--|--|---------------------------------|---|
| <i>Бугарија</i><br>- Doverie<br>- Saglasie<br>- DSK-Rodina<br>- Allianz<br>- ING Bulgaria<br>- CCB-Sila<br>- Lukoil Garant-Bulgaria<br>- DZI | <i>Подеднаква:</i><br>5% од секој придонес                 | <i>Подеднаква:</i><br>1% од нето средствата на фондот            | Не се наплаќа                   | <i>Подеднаква:</i><br>Околу 10 EUR  |
| <i>Хрватска</i> <sup>20</sup><br>- AZ<br>- Erste<br>- Raiffeisen<br>- PBZ/CO   | 0.7% <sup>21</sup><br>0.8%<br>0.6%<br>0.8%                 | 1.2%<br>1.2%<br>0.95%<br>1.2%                                    | 0.07%<br>0.08%<br>N/a<br>0.065% | <i>Подеднаква:</i><br>Година 1 - 0.8%<br>Година 2 - 0.4%<br>Година 3 - 0.2%<br>По 3-та година нема                                |
| <i>Македонија</i><br>- КБ ПОПФ<br>- НПФ  | <i>Подеднаква:</i><br>8.5% <sup>22</sup> од секој придонес | <i>Подеднаква:</i><br>0.05% од нето средствата на фондот месечно | Вклучено во влезната провизија  | <i>Подеднаква:</i><br>< 6 месеци - 9%<br>6-11 месеци - 6.75%<br>12-17 месеци - 4.5%<br>18-23 месеци - 2.25%<br>> 24 месеци - нема |

Забелешка: N/a означува дека податоците се недостапни.

Извор: Комисија за Финансиска Супервизија на Бугарија (KFN), Агенција за Супервизија на Капитално Финансирано Пензиско Осигурување (MAPAS), и Хрватска Агенција за Супервизија на Финансиските Услуги (HANFA).

<sup>20</sup> Според законот износот на влезната провизија не може да биде повисока од 0.8%, провизијата за менаџирање на средства да не биде повисока од 1.2% и банкарската провизија мора да биде пониска од 0.1%. Влезната провизија се плаќа на секој придонес, Провизијата за менаџирање на средства се пресметува како процент од нето средствата на фондот, и Банкарската провизија се плаќа како процент од просечниот износ на нето средствата на фондот.

<sup>21</sup> AZ планира постепено да ја намалува влезната провизија и истата да изнесува 0.5% за 4 години од сега.

<sup>22</sup> 1.5% наплатува Агенција за Супервизија на Капитално Финансирано Пензиско Осигурување, 0.6% Фондот за Пензиско и Инвалидско Осигурување, и 0.7% Народната Банка на Република Македонија. Останатиот дел го наплатуваат пензиските фондови. Од 1<sup>ви</sup> Јули 2007 има измени во тарифникот (види фуснота 23).

Од табелата може да се забележи дека учесниците во Македонскиот пензиски систем најмногу се пенализирани во случај на промена на пензискиот фонд. Згора на тоа, Македонија има највисока влезна провизија. Меѓутоа треба да се има во предвид дека дел (односно 2.8%) од оваа провизија оди за Владини Институции (ве молиме видете фуснота 21 каде е дадена детална декомпозиција). Од 1<sup>ви</sup> Јули 2007 влезната провизија ќе биде намалена од 8.5% на 7.9%<sup>23</sup>. Ова е добар но екстремно мал чекор напред. Влезната провизија и понатаму е премногу висока. Ова посебно се однесува на пензиските фондови. Имено, според составот на нивното портфолио, инвестиционата стратегија, а посебно постигнатите резултати, влезната провизија треба биде драстично намалена. Идентичен е случајот со Народната Банка на Република Македонија каде што намалената провизија и до 7 пати повисока од онаа во Хрватска! На крај, во Македонија имаме најниски провизии за менаџирање на средства кои во овој момент можат да се сметаат само како потенцијална предност. Ова е мошне важно на долг рок бидејќи овој вид на провизија најмногу ги оптоварува индивидуланите сметки. Со оглед на фактот дека имаме ‘многу конзервативна’ и ‘пасивна’ (buy-and-hold) инвестициона стратегија во овој момент тие немаат големо значење.

## 2. Принос од Инвестиции

Во овој дел користејќи математички модел ќе направиме симулација со цел теоретски да го видиме резултатот од приносот на инвестициите за одреден временски период во Македонија, Бугарија и Хрватска. Претпоставките на моделот се дадени во следната табела.

---

<sup>23</sup> Од оваа провизија 1.5% оди за Агенција за Супервизија на Капитално Финансирано Пензиско Осигурување, 0.5% за Фондот за Пензиско и Инвалидско Осигурување, и 0.4% за Народната Банка на Република Македонија. Останатиот дел го наплатуваат пензиските фондови.



Табела 5

|   |   |
|---|---|
| Плата - $w$                               | Идентична за сите земји   |
| Придонес од плата - $c$                   | 7.42% или според моделот 1 € се издвојува секој месец во следните 40 години                                   |
| Влезна провизија - $e$                    | <i>Просечна годишна провизија во земјата</i><br>Македонија 7.9% <sup>24</sup><br>Хрватска 0.7%<br>Бугарија 5% |
| Реален принос - $r$                       | <i>Годишен реален принос</i> <sup>25</sup><br>Македонија 5%<br>Хрватска 6%<br>Бугарија 7%                     |
| Провизија за менаџирање на средства - $m$ | <i>Просечна годишна провизија во земјата</i><br>Македонија 0.62%<br>Хрватска 1%<br>Бугарија 1%                |
| Пораст на плати - $g$                     | 3% годишен пораст   |
| Време - $T$                               | 40 години   |
| Принос од инвестирање - $Ir$              | Ве молиме видете ја равенката (3)   |

Се претпоставува дека секоја иднивидуа членува 40 години само во еден фонд (не се плаќаат излезни провизии)<sup>26</sup>. Понатаму, на 1<sup>ви</sup> Јануари секоја година имаме пораст на платите од 3% како резултат на преговорите за платите кои се водат помеѓу работодавачите и синдикатите, што представува добра апроксимација.

$$w = w \times (1 + g)^T \quad (1)$$

Придонесите се плаќаат како процент од плата, намален за влезните провизии. Со цел да можеме да направиме адекватна споредба, месечните придонеси (во процентуален износ) се идентични за сите земји (7.42% од платата или 1 еуро €).

$$c = w \times 0.0742 \times (1 - e) \quad (2)$$

<sup>24</sup> Во нашите пресметки ги користевме провизиите кои ќе бидат наплатувани од 1<sup>ви</sup> Јули 2007.

<sup>25</sup> Предпоставките во однос на реалниот годишен принос се базираат на моменталниот состав на портфолиото.

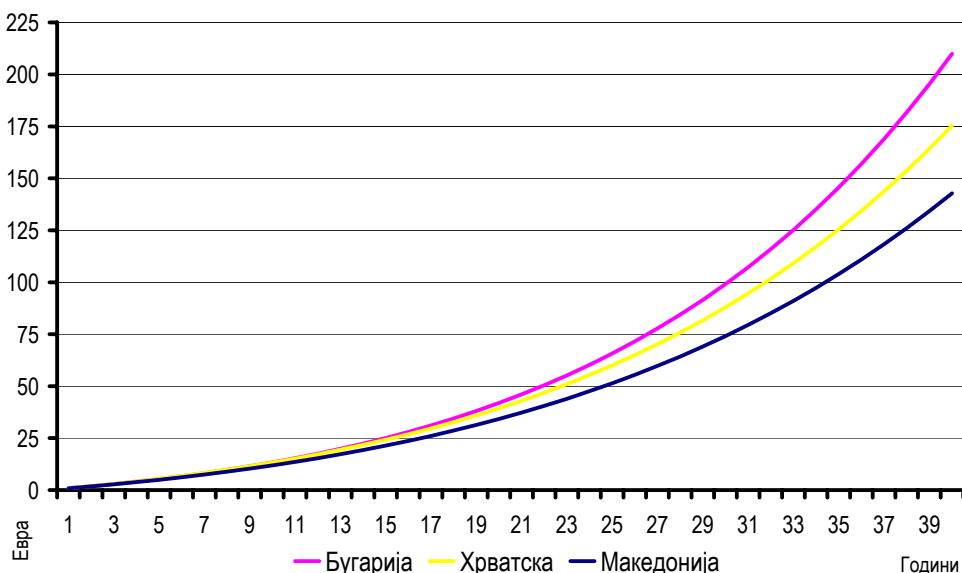
<sup>26</sup> Моделот ја исклучува можноста за менување на фондови.

Годишниот реален принос (намален за провизиите за менаџирање на средства) е поставен врз основа на очекуваниот принос од портфолио во овој момент. Приносот од инвестициите се пресметува како збир од инвестираните придонеси и реинвестираниот принос.

$$ir = \sum_{t=1}^T c_t \times (1 + r - m)^t \quad (3)$$

Следниот графикон го илустрира движењето на индивидуалните инвестициони сметки со тек на време.

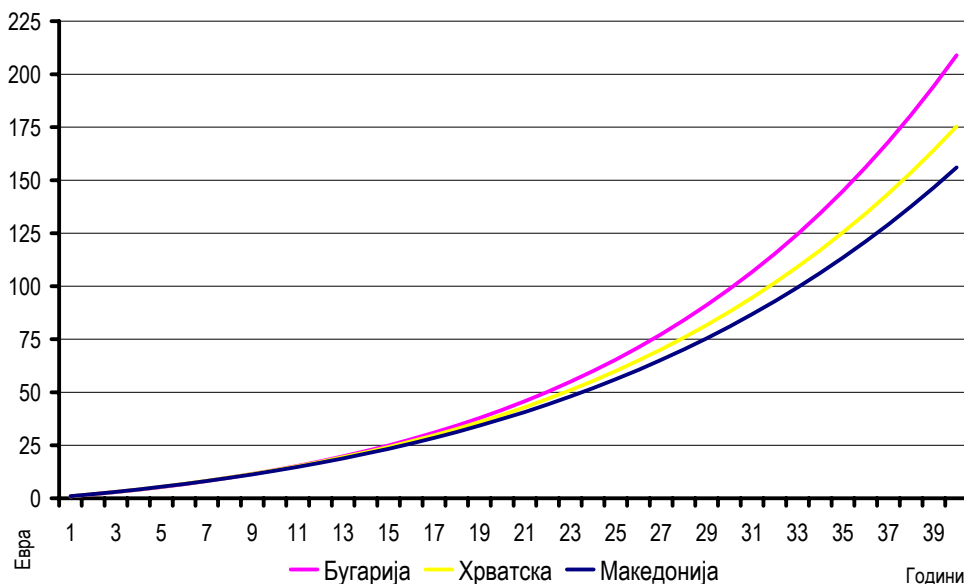
Графикон 8



Според нашиот модел, висината на акумулираните средства ќе биде драстично пониска во споредба со Хрватска и Бугарија. Ваквата ситуација во голем дел може да се објасни преку составот на протфолиото. Имено, ‘многу конзервативната’ и ‘пасивна’ (buy-and-hold) инвестициона стратегија генерира принос кој е за 23% до 47% понизок. Разликата (или опортунитетниот трошок за Македонските учесници) на крајот на периодот може да биде повисока доколку стапките на реален принос користени во нашиот модел се преценети во сличај на Македонија, а потценети во случај на Бугарија и Хрватска!

Одреден дел од оваа голема разлика може да биде објаснета преку високите трошоци и провизии. Во претходниот дел го поставивме прашањето “Зошто Македонските учесници плаќаат влезни трошоци (‘entry’ fees) и провизии за менаџирање на средства (management fees) кога дури несофистицираните и неискусните инвеститори можат самите многу лесно да менаџираат ваков вид на портфолио?,,. Имено, доколку истото портфолио е менаџирано индивидуално тогаш разликите во остварениот принос можат да се намалат од 23% на 12% (во случај на Хрватска) и од 47% на 33% (во случај на Бугарија). Ова е презентирано во следниот графикон.

Графикон 9



### 3. Едно vs. Повеќе Потрфолија

Последна и воедно најконтраверзна тема во областа на инвестиционата регулатива е поврзана со дебатата за тоа дали да постои едно или повеќе портфолија. Да претпоставиме дека портфолиото на пензиските фондови во најголем број земји се диверзифицирани како резултат на релаксација на инвестиционите рестрикции и зголемувањето на делот инвестиран во акции и хартии од вредност издадени од странски издавачи. Меѓутоа севкупниот степен на диверзификација е недоволен бидејќи составот на

портфолиото помеѓу фондови има тенденција да биде сличен.<sup>27</sup> Со оглед на фактот дека портфолијата се многу слични учесниците немаат избор на различни комбинации на ризик-принос кои ги нудат одредени видови на инвестициони стратегии. Ова се однесува и за земјите каде што е дозволено менувањето на фондови. Како резултат на ова ‘младите’ и ‘постарите’ учесници се приморани да имаат идентично портфолио, што не е во прилог на ниту една од страните. ‘Помладите’ учесници повеќе би преферирале портфолио со повисок ризик и премија за ликвидност (пр. поголем дел од средствата да бидат инвестирани во акции). Од друга страна, ‘постарите’ учесници преферираат портфолио со понизок ризик и поголема ликвидност (пр. поголем дел од средствата да бидат инвестирани краткорочни хартии од вредност со фиксен доход).

Постојат две решенија за надминување на ваквиот проблем. Едниот предлог е да се понуди на сите учесници избор на повеќе од едно портфолио. Меѓутоа за земји како Македонија потребна е адекватна проценка на трошоците и придобивките од ваквото решение. Доколку е ова невозможно да се постигне тогаш постои порадикално алтернативно решение - **замена на задолжителниот втор столб со доброволен втор столб**. И во двата случаи придобивките од ваквото решение главно ќе зависат од тоа дали учесниците ќе направат информирана одлука за составот на нивното портфолио или не.

---

<sup>27</sup> На пример, Македонските пензиски фондови (НПФ и КБ ПОПФ) имаат многу слични портфолија (Извор: MAPAS).

## V. Заклучоци и Препораки

---

Целта на оваа студија беше да ги анализира проблемите кои се важни и треба да бидат земени во предвид од страна на регулаторите одговорни за Македонската пензиска реформа.

Квантитативните рестрикции веројатно се неопходни во периодот кога реформата започнува да се имплементира. Нивната цел е да ја зајакнат довербата во системот. Во овој момент во Македонија ‘квантитативните’ рестрикции не представуваат никаква пречка во инвестирањето бидејќи фондовите останаа далеку под законски пропишаните лимити. Меѓутоа ние веруваме дека тие треба да бидат преиспитани посебно имајќи ја во предвид моменталната состојба во нашата економија и степенот на развој на пазарот на капитал. Клучното прашање е “*Колку брзо системот треба да биде либерализиран?*„ Според наше мислење релаксирањето на инвестиционите рестрикции треба да биде брз процес каде што целта на среден рок треба да биде движење кон правилото ‘prudent person’.

Од резултатите презентирани во оваа студија може да се заклучи дека учесниците во Македонскиот пензиски систем се соочуваат со високи трошоци на опортунитет. Со цел да се надмине ваквиот проблем инвестиционата стратегија на пензиските фондови треба веднаш да се преиспита со цел да се овозможи адекватна диверзификација на средствата помеѓу инструменти и земји! Второ, трошоците кои се наплаќаат се премногу високи и треба веднаш да бидат преиспитани од страна на пензиските фондови. Исто така ова се однесува и на владините институции. Трето, фондовите треба да се натпреваруваат преку понуда на различни инвестициони стратегии за нивните клиенти. Наместо сите учесници да бидат присилени да имаат идентично портфолио, пензиските фондови на учесниците треба да им овозможат избор на портфолио врз основа на нивните лични преференции за ризик и старосната структура. Доколку е ова невозможно да се постигне тогаш постои порадикално алтернативно решение - замена на задолжителниот втор столб со

доброволен втор столб. На тој начин учесниците во Македонскиот пензиски систем ќе бидат во состојба да изберат фонд со јасно дефинирана инвестициона стратегија (во зависност од проспектот). Тоа практично ќе создаде огромна мотивираност кај фондовите за подобра ефикасност во инвестициониот менаџмент и остварените перформанси (единственото средство за маркетинг) бидејќи пензиските планови ќе се нудат единствено на конкурентска основа!

## VI. Дополнителни Информации

---

|  |  |
|--|--|
| ТЕМАТСКА ОБЛАСТ  | ПЕНЗИСКИ РЕФОРМИ   |
| ОРГАНИЗАЦИЈА   | ЦЕНТАР ЗА ИСТРАЖУВАЊЕ И КРЕИРАЊЕ НА ПОЛИТИКИ (ЦИКП)  |
| Адреса:<br>Телефон:<br>Факс:<br>Е-пошта:<br>Интернет страница: | Ул. Мирче Маџан б.б., 1000 Скопје, Македонија<br>+ 389 (0)2 313 4085, 321 6645<br>+ 389 (0)2 313 4085<br><a href="mailto:crpm@europe.com">crpm@europe.com</a> ; <a href="mailto:crpm@crpm.org.mk">crpm@crpm.org.mk</a><br><a href="http://www.crpm.org.mk">www.crpm.org.mk</a> |
| АВТОР  |  |
| Име:<br>Е-пошта:<br>Телефон:                                   | Андреј Пулејков, MSc.<br><a href="mailto:apulejkov@dfc-partners.com">apulejkov@dfc-partners.com</a> или<br><a href="mailto:a.pulejkov@alumni.unimaas.nl">a.pulejkov@alumni.unimaas.nl</a><br>+389 (0)71 238 486  |