

АНАЛИЗА ПОСЛОВАЊА ДОБРОВОЉНИХ ПЕНЗИОНИХ ФОНДОВА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

Иван Пиљан*, Татјана Пиљан, Душан Цогољевић
Висока школа за пословну економију и предузетништво, Београд

Обезбеђивање пензија у пензијском систему Републике Србије суочава се са великим тешкоћама. Основни узрок ових тешкоћа је растући број пензионера у поређењу са бројем запослених из чијих се прихода сакупља новац неопходан за пензије. Ови проблеми, у свету, решавају се реформама пензијског система и увођењем пензијског система са три стуба у коме ће постојећи систем бити реформисан и претворен у први стуб, док ће се други и трећи стуб заснивати на пензијским фондovima. Пензијски фондови су институционални инвеститори који имају посебне одлике и начине инвестирања.

Предмет овог рада је анализа пословања пензијских фондова у Републици Србији. Дат је приказ стратегије и инструмената финансирања пензијских фондова у Републици Србији као и сви параметри пословања у претходних десет година.

Кључне речи: *пензија, пензијски систем, реформа пензијског система, пензијски фондови*

Добровољни пензијски фондови (ДПФ) и њихове стратегије инвестирања

У систему добровољног пензијског осигурања, учесници поседују своје индивидуалне пензијске рачуне на којима се воде уплате средстава доприноса која се инвестирају а добит се приписује, нпр. квартално. Пензијска надокнада може се подићи најраније у 58. години старости (раније може само у случају ванредних трошкова лечења и трајне неспособности за рад), а најкасније у 70-ој години живота. Учесник сам бира износ доприноса који жели да уплати и може сваког тренутка да провери стање средстава на свом рачуну и најмање једном годишње добија и писмени извештај о износу акумулираних средстава на свом пензијском рачуну.

Пензијски фондови убрајају се у институционалне инвеститоре. Осим пензијских фондова, ту припадају и осигуравајуће организације, финансијске компаније и задужбине. Институционални инвеститори постали су значајни учесници на финансијском тржишту. Не само што је њихова улога неупоредиво израженија на овим тржиштима

* ivan.piljan@vspep.edu.rs

него што је улога индивидуалних инвеститора, већ њихова улога на овим тржиштима постаје све израженија и у односу на традиционалне инвеститоре. Тако је од почетка прошлог века учешће банака у укупној финансијској активи опало за више од половине, док су нетрадиционални финансијски посредници који почетком тог века углавном нису ни постојали, учествовали са 1/3 у укупној финансијској активи у САД у периоду од 1986. до 1990. године. Сами пензијски фондови почели су током протеклих деценија да заузимају све већи удео у укупној активи финансијских посредника. Тако су пензијски фондови у САД 1960. године учествовали у укупној активи финансијских посредника (у које се поред њих сврставају и осигуравајуће компаније, финансијске компаније, инвестициони фондови, депозитне институције-банке) са 10%, да би то учешће нарасло на 22.6% крајем 2002. године. Данас институционални инвеститори својим обимом пословања утичу на обрасце креирања и трговину финансијским инструментима. Специфична разлика институционалних инвеститора је у томе што они нису предмет монетарног регулисања, нити обезбеђују функцију плаћања, у томе што имају претежно фидуцијарну улогу (функцију поверења), као и у томе што преузимају ризике који не проистичу из нормалне економске активности, већ из околности које су везане за услове живота и природне услове.¹

Различити аутори на другачије начине врше класификацију пензијских фондова и називају их различитим именима. Сврха њиховог функционисања обухвата поред трансфера средстава од радника ка пензионерима и формирање одређеног нивоа резерви који би се могао пласирати на финансијском тржишту. Пракса њиховог функционисања показала је да они најчешће имају проблема и да обезбеде довољан износ средстава за текуће исплате пензија. Због тога, поједини аутори ове фондове и не сматрају пензијским фондовима. У сваком случају, њихова улога на финансијским тржиштима је неприметна.

Друга група фондова су фондови засновани на принципу капитализације. Они се деле у две групе. Први су фондови са утврђеним доприносима, где касније исплате пензија нису прецизно дефинисане већ зависе од успешности инвестирања уплаћених средстава. Инвестициони и ризик инфлације сноси сам запослени, али не губи акумулисана средства ако напусти своје предузеће. Друга група су фондови са утврђеним исплатама. Запослени не сноси инвестициони ризик, али сноси ризик губитка пензије ако напусти предузеће или послодавац банкротира или на други начин злоупотреби фондове. Може се уочити тенденција преласка из програма дефинисаних исплата ка програмима дефинисаних доприноса из истих разлога због којих долази до преноса из државних пензијских програма на пословне програме пензијских фондова.

У погледу композиције активе, пензијски фондови воде рачуна о висини приноса, степену ризика, диверсификацији пласмана и својој ликвидности. Осим ових пословних принципа, у вези са пласманом средстава, пензијски фондови морају поштовати и ограничења које им поставља држава. Посебне погодности у погледу трошкова приликом пласмана својих средстава одликују пензијске фондове. То су, са једне стране, могућност да изврше пре композицију свог портфолија из прилива текућег новца сваког месеца, без потребе да за то продају вредносне папире који су већ у

¹ Станић, К., Алтипармаков, Н., Бајец, Ј., (2008), Транзициони трошак увођења обавезних приватних пензијских фондова, *Квартални мониторинг*, Универзитет у Београду Економски факултет, бр. 12, стр. 85-90.

њиховом власништву, чиме се смањују трансакциони трошкови. С друге стране, приликом куповине нових хартија од вредности, обично њиховог већег износа, управо услед куповине толике њихове вредности, трансакциони трошкови бивају нижи.

Постоје три инвестиционе стратегије које пензијски фондови могу да примењују.

Прва стратегија је стратегија примарно оријентисана на акције. Већи приноси акција у односу на обвезнице, дугорочни приноси акција који одговарају дугорочним обавезама пензијских фондова, већа очекивана корисност и ниже потребне уплате у фондове који првенствено инвестирају у акције, боља заштита од инфлације коју пружају акције у односу на обвезнице, као и чињеница да, с обзиром на то да вредност акције рефлектује будуће профите компанија, постоји очекивање да ће будући раст цена акција покривати будући раст надница и цена на дуги рок, разлочи су које присталице ове стратегије наглашавају, упркос већој краткорочној волатилности акција у односу на обвезнице.

Друга стратегија је стратегија оријентисана на обвезнице у корист чије примене се наводе аргументи да обвезнице, као финансијски инструменти који дају унапред одређени ток фиксног дохотка, више омогућавају остварење крајњег циља пензијских фондова да се подмире обавезе по основу будућих пензија, а уједно обезбеђују сигурније исплате, наглашавајући да није примарни циљ пословања пензијског фонда да се стекне вишак приноса. Проблеми, које би пензијском фонду који би ову стратегију примењивао могли нанети не антиципирани утицаји инфлације, могли би бити неутралисани инвестирањем у индексирани обвезнице. Не треба изгубити из вида да је за примену ове стратегије неопходно постојање развијеног тржишта дугорочних обвезница са роком доспећа преко 10 година.²

Трећа стратегија је мешовита стратегија која се налази на становишту да је најбољи диверсификовани инвестициони портфолио комбинован из разних облика актива у циљу тражења оптималног односа између ризика и приноса, при чему се не би инвестирало само у акције и обвезнице (као традиционалне облике пласмана), него и у алтернативне инвестиције (*private equity*, непокретности, хец фондове). Мерење својих перформанси пензијски фондови могу извршити према тржишним индексима или према својим базичним обавезама.

Постоји и низ могућности који се пред пензијским фондовима, када одлучују о томе како ће инвестирати, јављају или би се могле јавити. Примера ради, ту су преко гранична улагања која омогућавају да се путем диверсификације пласмана у иностранству постигне бољи профил ризика/приноса. Овде не треба заборавити законска ограничења, а ни ризике који се с тим у вези могу јавити, као ни ниво развијености тржишта капитала, ако су преко гранична улагања усмерена ка земљама у развоју. Могућност која би се тек могла појавити је преузимање модела клизеће структуре пласмана у акције и обвезнице у зависности од фазе животног циклуса појединаца, кога инвестициони фондови већ користе, а где би се у млађим годинама више инвестирало у ризичније пласмане (акције), а у каснијим годинама у обвезнице.

Посебна пажња посвећује се ризицима који могу настати као последица промене каматних стопа. Наиме, промена каматних стопа може довести до пада цене обвезница тј. може проузроковати капитални губитак за њихове власнике. Инвестирање које би пензијски фонд могао предузети куповином нових обвезница са већом камат-

² Исто.

ном стопом (реинвестирање) не значи нужно да ће настали капитални губитак бити у потпуности компензован. Период доспећа обавеза које пензијски фонд има најчешће се неће подударити са роковима доспећа тих обвезница, а могуће су и промене каматних стопа у супротном смеру. У вези са тим настаје ризик реинвестирања. Средство којим се пензијски фондови против овог ризика боре јесте имунизација портфолија. Имунизација портфолија може се остварити на један од три начина. Најпре ту је куповина обвезница које се отплаћују одједном, са периодом доспећа који је једнак периоду доспећа обавезе, затим формирање портфолија обвезница чије просечно трајање одговара просечном року доспећа обавеза и на крају, комбиновање портфолија обвезница и каматних фјучерса, где се приход од обвезница користи за реинвестирање у каматне фјучерсе, са роком доспећа који одговара року доспећа обавеза.

У вези са државном регулативом, може се констатовати да у САД и Великој Британији не постоје формални лимити за учешће акција, као и страних хартија од вредности у укупној алокацији актива пензијских фондова. У Немачкој је дозвољени лимит за акције 30%. Учешће страних актива је знатно веће код пензијских фондова у Великој Британији него у САД. Када се говори о пласманима пензијских фондова може се приметити разлика у структури пласмана пензионих фондова у појединим државама. Тако је у Великој Британији, САД, Холандији и Јапану високо учешће акција у укупним пласманима пензијских фондова (50-60%), док је учешће обвезница у активи пензијских фондова тих земаља 15-30%. Са друге стране, у Немачкој и Италији учешће обвезница је приближно 40-60%. Пласмани у Немачкој веома су специфични јер скоро да уопште нема пласмана у акције, али зато постоји високо учешће зајмова од 40%.

Финансијски инструменти с којим тргују ДПФ у Републици Србији

Ограничења улагања имовине фонда коју прописује српски закон о пензионим фондовима проистекао је из потребе да се заштите „плашљиви“ осигураници, обзиром на сва негативна искуства који су доживели током 90 тих година. Не чуди стога што нема ограничења после Другог светског рата већина средстава пензијских фондова држана је у виду државних обвезница, а мање од 1% у акцијама, данас је тај износ већи од 25%, улагања у државне обвезнице, али су ограничења присутна у код других инструмента и то све због диверсификације портфолија.³

Дозвољена су улагања у најквалитетније акције (до 30%) и обвезнице предузећа (до 20%). На домаћем тржишту то су акције са минималном тржишном капитализацијом 10 милиона евра у слободном промету и 80% радних дана трговања у последњих дванаест месеци (обухватају већину акција које су саставни део индекса *BELEX15*). На берзама у иностранству минимална тржишна капитализација акција је 500 милиона евра и то су акције котиране на берзама ЕУ, односно *OECD* земаља најмање две године.

Предвиђа се и улагање имовине фонда у хипотекарне обвезнице (до 30%) и муниципалне обвезнице (до 20%) кад се појаве на домаћем тржишту. Улагање у депозитне потврде које издају домаће и стране банке ограничено је на 20%. Улагање

³ Ерић, Д., (2003), *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја Штампa, Београд, стр. 226.

имовине у новчане депозите код домаћих банака ограничено је на 5%, улагање у новчане депозите код страних банака није дозвољено.

Улагања у непокретности ограничена су на 5% појединачно, 15% укупно од вредности имовине фонда, непокретност мора бити уписана у јавне књиге, без права залогe и употребе над њима и осигурана од свих ризика.

ДФФ на финансијском тржишту Републике Србије

Дубиозе државних фондова су суморна прича, о којима сам у наставку више посветио пажњу. Овде чак не треба као институционалног инвеститора подразумевати, једини солвентан државни фонд – Фонд самосталних делатности, обзиром, да исти ће бити „мерџован“ са остала два дефицитарна – запослених и пољопривредника.

Студија Центра почиње констатацијом да потези које су вукле све три владе након 2000. године говоре да оне нису увиделе значај финансијског тржишта за развој привреде, него су они веома често били такви да су довели до тога да 2006. године Република Србија има само рудименте финансијског тржишта.

У жељи да задржи контролу над привредом, влада је уништавала темеље здравог и динамичног финансијског тржишта, тако да се у Републици Србији данас тргује веома малим бројем хартија од вредности, док се берза развија веома споро. Поред интервенционизма, присутна је још једна забрињавајућа пракса, а то је доношење лоших закона за које се након њихове имплементације у пракси с правом може запитати да ли су донесени са још неким циљем осим оног који је назначио законодавац. С једне стране, усвајају се лоши закони, а са друге стране, не доносе се закони који би регулисали неке од области које су веома битне, а за које не постоје одговарајућа решења у постојећим законима, односно које постојећи закони уређују на крајње лош начин.

Центар за слободно тржиште у својој студији сматра да је једини пут за спровођење суштинских реформи које би створиле динамичан финансијски сектор спровођење реформи кроз стварање општих услова неопходних за развој финансијског тржишта, а односе се и на друге сегменте привреде и друштва, као што су неповредивост приватне својине, ефикасно судство, брз извршни поступак, стабилна валута и други, спровођење кључних реформи које се углавном тичу финансијског сектора уређење девизног пословања, берзи, осигурања, пензионог система, здравственог осигурања, банкарског система, регистра хартија од вредности и хипотека и предузимање бочних реформи које се односе на законе који су веома значајни за стварање динамичног финансијског тржишта, али се не могу сврстати под кључне системске законе (закон о преузимању, заштита малих акционара, уређење тржишта менаџера и др.).

Ове реформе могу у великој мери одредити судбину српског финансијског тржишта, али и реалног сектора. Ако се жели брз развој, сматра се у студији, потребне су мере које не само да представљају искуства најлибералнијих и најпросперитетнијих земаља, него иду и корак даље. Само снажном либерализацијом финансијског сектора, уз ослобађање реалног сектора од стеге недомаћинске државе, могуће је створити реалан оквир. Основни постулати се могу свести на слободу избора, слободу кретања новца и капитала и државу у улози чувара система.

Док слобода избора значи да је на учесницима у трансакцији да одаберу да ли ће је реализовати у динарима, еврима или било којој другој валути о којој се договоре и да ли је за њих најбоље да тргују у Њујорку, Београду или да се одлуче да трансакцију обаве ван берзе, слободно кретање капитала и новца у оба смера – из Републике Србије и у Републику Србију је наредни нужни постулат. Ако је домаће тржиште плитко и неликвидно, најбољи начин за превазилажење тог проблема је омогућавање трговања на страним берзама. Не постоји разлог за страх од одлива капитала или кретања „врџег новца“, ако је систем у земљи флексибилан и прилагодљив кретањима на глобалном тржишту, а држава кредибилна и пријатељски настројена према бизнису.

Посебна пажња мора се посветити привлачењу „великих играча“ у Републику Србију - пензијских и инвестиционих фондова, као и осигуравајућих и других друштава која располажу великом количином средстава. Реформа пензионог фонда је један од основних предуслова оздрављења српске привреде и велика могућност развоја финансијског тржишта. Мало је вероватно и да ће бити значајнијег развоја пензионих фондова ако се остане на садашњој идеји о минималним променама првог стуба, и прескакању другог, закључује се у овој изразито про-либералној економској студији.

Пословање приватних пензијских фондова у Републици Србији

Интересантно је и да скоро 60 одсто корисника фондова чине мушкарци, мада је међу новим члановима скоро исти број мушкараца и жена.⁴

У складу са актуелним законским инвестиционим ограничењима, добровољни пензијски фондови могу имовину фонда инвестирати у државне хартије од вредности – без ограничења, дужничке хартије од вредности општина (муниципалне обвезнице) – максимално до 50% укупне имовине, дужничке хартије од вредности компанија (корпоративне обвезнице) – максимално до 50% укупне имовине, акције домаћих и страних издавача – максимално до 40% укупне имовине, затим, банкарске депозите – максимално до 35% укупне имовине (до 5% у једну банку), у некретнине у Републици Србији – максимално до 5% укупне имовине (до 2%) у једну или у иностранство – максимално до 10% укупне имовине.⁵

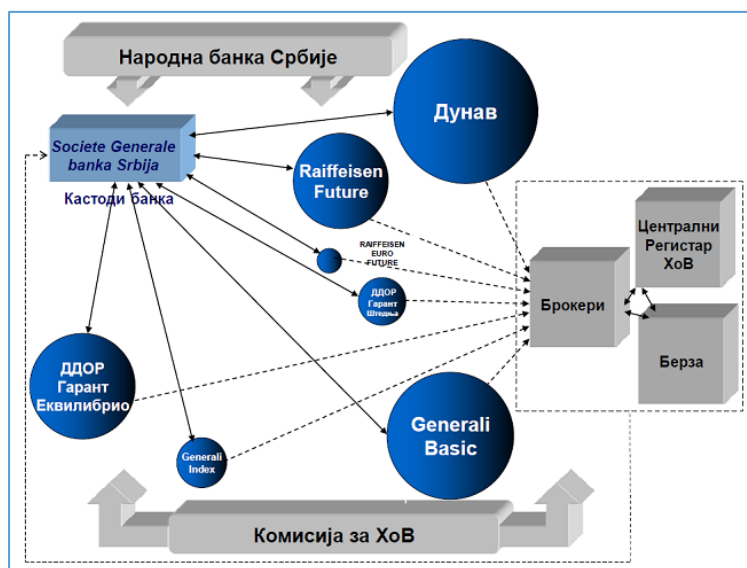
Учесници на тржишту добровољних пензијских фондова

На тржишту добровољних пензијских фондова, на крају 2017. године пословала су четири друштва за управљање (*GENERALI*, *RAIFFESEN FUTURE*, ДДОР-ГАРАНТ, ДУНАВ), која су управљала имовином седам добровољних пензијских фондова, једна кастоди банка и пет банака посредника.⁶

⁴ Народна банка Србије, доступно на www.nbs.rs (06.11.2017.).

⁵ Закон о пензијском и инвалидном осигурању (Службени гласник Републике Србије, бр. 34/2003, 64/2004 – одлука УСРС, 84/2004 - др. закон, 85/2005, 101/2005 – др. закон, 63/2006 – одлука УСРС, 5/2009, 107/2009, 101/2010, 93/2012, 62/2013, 108/2013, 75/2014 и 142/2014).

⁶ Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), *Извештај за четврто тромесечје 2017. године*, Народна банка Србије, Београд, стр. 3.



Слика 1 – Учесници на тржишту добровољних пензијских фондова у Републици Србији (Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 3)

На крају 2017. године, у друштвима за управљање било је запослено 125 лица. Народна банка Србије, на основу положеног стручног испита и испуњених осталих потребних услова, издаје дозволу за обављање послова информисања о пословању добровољних пензијских фондова. До краја 2017. године издато је укупно 733 дозвола за обављање послова агента продаје. Друштва за управљање и банке посредници ангажују агенте продаје. На крају четвртог тромесечја 2017. године друштва за управљање ангажовала су 92 лица, а банке посредници 434 лица.⁷

Нето имовина добровољних пензијских фондова

Нето имовина фондова на крају четвртог тромесечја 2017. године износила је 36,2 милијарди динара, порасла за 3,6%. На промену вредности нето имовине утичу нето уплате средстава у фондове, исплате средстава из фондова и добит коју фондови остварују од улагања. Укупне уплате износили су 895,56 милиона динара, чланови су повукли 303,84 милиона динара, док је добит од улагања износила 693,33 милиона динара. Тржишна концентрација у сектору на крају 2017. године, мерена Herfindal–Hirschmanovim индексом, износила је 2.818 поена, што указује на високу концентрацију на тржишту добровољних пензијских фондова.⁸

⁷ Исто.

⁸ Исто, стр. 4.

Табела 1 – Нето имовина у сектору ДПФ на крају периода

Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Нето имовина у млрд РСД	4,6	7,2	9,9	12,5	16,0	19,7	23,6	28,9	32,8	36,2

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 4)

Ако се фондови класификују по групама према висини нето имовине фонда у односу на висину нето имовине сектора, у групама *велики* и *средњи* налазе се по два фонда, који заједно остварују тржишно учешће од 96%, док највећи фонд има удео од око 41%.⁹

Табела 2 – Број фондова у групама подељеним према тржишном учешћу (у јединицама)

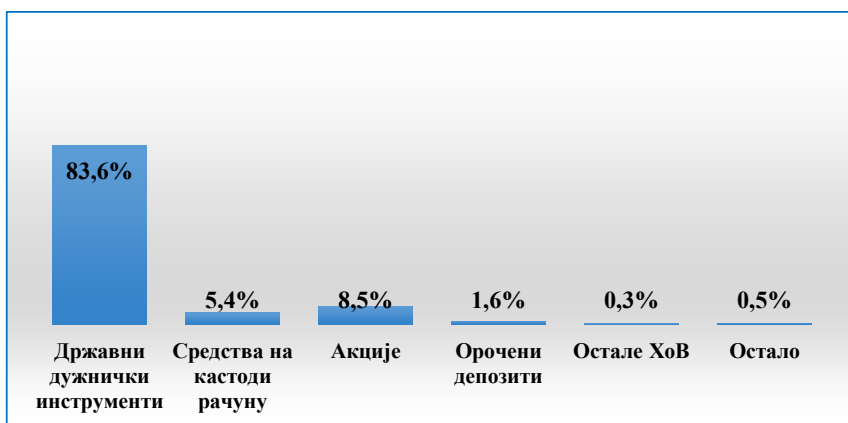
Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Велики (20 и више)	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2
Средњи (5 до 19,99)	2	3	1	2	2	2	2	2	2	2
Мали (0 до 4,99)	6	5	4	5	5	2	2	3	3	3

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 4)

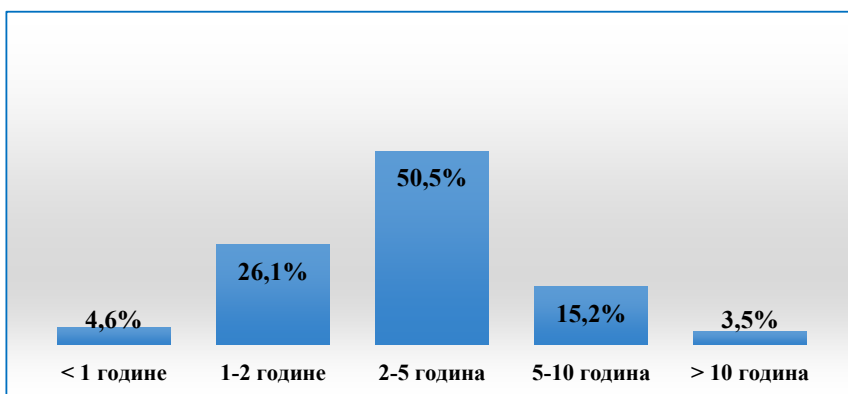
На крају 2017. године структура улагања имовине фондова није знатније измењена. Највећи удео имале су државне обвезнице које су чиниле 83,6% укупне имовине. Средства на кастоди рачунима и орочени депозити банака чинили су 7%, а акције 8,5% укупне имовине фондова и остале ХоВ 0,3% (обвезница Европске банке за обнову и развој). Улагање у непокретности, инвестиционе јединице отворених инвестиционих фондова и потраживања чине класу остало која је износила 0,5%. У домаћој валути, на крају 2017. године, налазило се 86,4% укупне имовине, а у иностраној валути 13,7% укупне имовине (у еврима и доларима).¹⁰

⁹ Исто.

¹⁰ Исто, стр. 5.



Графикон 1 – Структура имовине ДПФ
(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 5)



Графикон 2 – Рочна структура улагања у државне дужничке инструменте у %
(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 5)

Принос од улагања добровољних пензијских фондова

На крају 2017. године FONDEX је достигао вредност од 2.713,39. Пораст FONDEX-а представља пондерисани просек приноса свих фондова, и у четвртом тромесечју 2017. године износио је 2,0%, а за последњих годину дана 4,7%. Принос FONDEX-а од почетка пословања износио је 9,4%. Ако се има у виду структуру улагања имовине фонда, на принос утичу: промена криве приноса на државне дужничке инструменте, промена вредности акција, висина референтне каматне стопе, висине каматних стопа банака и промене курса динара у односу на евро и долар.¹¹

¹¹ Исто, стр. 6.

На примарном тржишту дужничких државних инструмената (резервних записа и обвезница трезора), у односу на треће тромесечје 2017. године, број емисија је смањен.

У четвртом тромесечју 2017. године, укупна тржишна вредност емисија дугорочних државних инструмената деноминираних у динарима износила је 47,5 милијарди динара. Емитоване су хартије од вредности следеће рочности: двогодишње (11,5 милијарди динара) по стопи 4,1%, трогодишње (15,2 милијарде динара) по стопи 4,3% и седмогодишње (20,8 милијарди динара) по стопи од 5%.

У четвртом тромесечју 2017. године, евро деноминирани државни дужнички инструменти емитовани су у укупној вредности од 174,1 милион евра, и то: једногодишњи (49,8 милиона евра) са стопом од 0,5%, трогодишњи (74,7 милиона евра) са стопом од 1,5% и петогодишњи (49,7 милиона евра) са стопом од 2,4%.

Накнаде друштва за управљање

Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима прописује да друштва за управљање наплаћују накнаду за услуге друштва и накнаду за пренос рачуна члана фонда. Накнаде за услуге друштва за управљање су накнаде приликом уплате пензијског доприноса и накнаде за управљање фондом. Накнада за пренос рачуна може бити наплаћена само у висини стварних трошкова преноса.¹²

Накнаде су један од параметара које члан треба да има у виду приликом избора фонда, али их не треба посматрати изоловано. Висина накнаде зависи и од инвестиционе политике, односно активности инвестирања. По правилу, активнији фондови, намењени млађим особама, које ће доприносе уплаћивати у дужем временском периоду, у већем проценту инвестирају у сложеније инструменте, преузимају већи ниво ризика и од таквих фондова очекује се већи принос, због чега имају и веће накнаде. С друге стране, фонд који инвестира пасивно и у сигурније финансијске инструменте требало би да има и мање накнаде. Инвестициону политику фонда, тј. планирано улагање средстава чланова фонда, очекивани принос фонда и ниво ризика који фонд (односно члан) преузима, као и накнаде које друштва наплаћују, треба посматрати заједно при доношењу одлуке о избору фонда.

Табела 3 – Износ наплаћених накнада друштва за управљање (у млн РСД)

Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Накнада приликом исплате	56,9	54,9	59,4	57,9	60,1	58,7	55,4	53,0	56,8	61,0
Накнада за управљање	73,5	117,3	171,0	220,0	284,0	357,8	432,8	514,9	614,4	678,6

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 10)

¹² Исто, стр. 6.

Накнада приликом уплате је трошак који члан плаћа само једном, као врсту улазне накнаде. Иако видљива на првом кораку, тј. приликом уплате средстава у фонд, то није и највећи трошак за члана. Накнада при уплати доприноса у 2017. години износила је 61,04 милиона динара.¹³

У 2017. години накнада за управљање износила је 678,65 милиона динара, док је у истом периоду остварена добит од 1,6 милијарде динара. Укупан износ накнаде за управљање је у сталном порасту, што је последица раста нето вредности имовине фондова и све веће основе на коју се ова накнада наплаћује.

Обим трговања хартијама од вредности

Обим промета добровољних пензијских фондова у четвртом тромесечју 2017. године износио је 8,8 милијарди динара. „Просечно учешће добровољних пензијских фондова у промету на Београдској берзи у току четвртог тромесечја износило је 10,7%.“¹⁴

Табела 4 – Трговање ДПФ са ХоВ (у млрд РСД)

Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	T4 2017
Обим промета ХоВ	1,7	13,1	14,9	19,3	13,2	12,9	21,2	14,5	11,5	8,8
Куповина	1,8	8,1	8,1	10,6	7,1	9,0	12,1	7,9	6,4	5,4
Београдска берза	0,8	0,4	1,3	0,7	0,3	0,4	0,5	0,9	1,1	1,5
Ванберзанско трговање	0,3	0,4	0,3	1,3	0,1	0,7	0,9	1,8	1,1	2,6
Аукције др. ХоВ	0,0	7,3	6,5	8,6	6,7	7,9	10,7	5,2	4,2	1,3
Продаја	0,4	0,4	0,8	3,8	4,2	2,0	5,4	3,6	3,0	3,1
Београдска берза	0,1	0,1	0,6	0,4	0,3	0,6	0,3	0,5	1,9	1,4
Ванберзанско трговање	0,3	0,3	0,2	3,4	3,9	1,4	5,0	3,2	1,1	1,7
Доспеће	0,2	4,6	6,1	4,9	2,0	2,0	3,7	2,9	2,1	0,4
Однос куп./прод.	2,4	1,6	1,2	1,2	1,1	2,3	1,3	1,2	7,5	1,6
Уч. на ББ	1,2%	1,1%	8,0%	3,8%	2,6%	3,4%	4,1%	6,1%	6,7%	11%

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 11)

¹³ Исто.

¹⁴ Исто.

Трансакциони трошкови

На крају 2017. године, код трансакционих трошкова, који се наплаћују из имовине фонда, накнаде централног регистра имају знатно мањи удео од берзанских накнада, док су код трошкова које друштва за управљање плаћају из својих средстава најзначајнији трошкови брокера.

Табела 5 – Износ трансакционих трошкова (у млн РСД)

Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Укупно	5,3	7,4	9,5	7,0	4,7	6,0	6,2	5,6	7,3	10,6
Брокерске накнаде	2,2	3,8	4,5	2,9	2,0	2,5	2,0	2,3	2,3	4,6
Накнаде кастоди банке	1,5	2,0	2,4	2,2	1,5	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Берзанске накнаде	0,8	0,4	1,1	0,8	0,3	0,6	0,6	0,8	1,0	1,8
Накнаде централног регистра	0,6	1,2	1,5	1,1	0,9	0,9	1,6	1,6	2,0	1,9
Остали трошкови	0,2	-	-	-	-	0,1	-	-	-	0,5

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 12)

Број и структура корисника

На крају 2017. године, у фази акумулације налази се 185.445 корисника. Они имају 253.900 склопљених уговора о чланству у добровољним пензијским фондовима. Учесће корисника услуга пензијских фондова у укупном броју запослених износи 9,3%.¹⁵

Табела 6 – Број уговора и број корисника (у хиљадама)

Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Број уговора	201,6	215,7	220,4	234,4	240,4	244,5	252,1	258,1	250,5	253,9
Број корисника	156,0	165,2	166,8	174,9	179,8	183,5	188,0	190,5	183,6	185,4
Удео активних корисника у укупном броју у %	41,6%	36,0%	43,9%	35,1%	30,5%	30,3%	31,3%	25,3%	28,5%	33,6%

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 13)

¹⁵ Исто, стр. 12.

Табела 7 – Структура корисника по динамици уплате (у јединицама и у %)

Корисници који су имали уплату	Период	Број корисника	Удео (%)
	1 месец	62.259	34%
	3 месеца	67.009	36%
	6 месеци	68.954	37%
	12 месеци	71.987	39%
	Од учлањења	164.822	89%
Без средстава на рачунима	20.623	11%	
Укупно	185.445		

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 14.)

На крају четвртог тромесечја 2017. године број корисника који су чланови два или више фондова износио је 39.803 или 21% од укупног броја.¹⁶

Табела 8 – Акумулирана средстава на крају периода (у хиљадама РСД)

Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Износ (у хиљ. РСД)	34,6	52,2	70,5	84,5	105,3	127,3	148,3	179,4	200,6	219,3

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 13)

На крају 2017. године структура корисника по полу и износу њихових средстава није се значајно променила у односу на претходне периоде. У већини су мушкарци, који у укупном броју корисника учествују са око 58%. Просечна старост корисника добровољних пензијских фондова на крају 2017. године износи око 46 година, а највише је корисника старости од 40 до 60 година, око 61%. Процент корисника који су старији од 53 године сличан је као у претходним годинама и износи 26%.¹⁷

Уплате, исплате и пренос средстава

У четвртог тромесечју 2017. године, од укупних уплата 29,69% односи се на индивидуалне уплате, 30,34% на уплате послодаваца који као обвезници уплате својим запосленима уплаћују доприносе у пензијски фонд, док се 39,97% односи на уплате преко пензијских планова.¹⁸

¹⁶ Исто.

¹⁷ Исто, стр. 14.

¹⁸ Исто, стр. 14.

Током последњих осам година, укупне уплате средстава у добровољне пензијске фондове су у великој мери стабилне. Од почетка рада, укупне уплате средстава у добровољне пензијске фондове у сталном су порасту.

Основица пензијског доприноса за уплату у добровољне пензијске фондове из средстава послодавца која је ослобођена од плаћања пореза на доходак грађана и доприноса за обавезно социјално осигурање износи од 5.589 динар по запосленом месечно.¹⁹

Исплате средстава највећим делом врше се једнократно. С обзиром на то да повлачење средстава врше чланови који испуњавају услове, а нису дуго у фонду, акумулирана сума на њиховим рачунима је релативно мала, те је овакав начин исплате и очекиван, иако он не одговара природи добровољних пензијских фондова која претпоставља коришћење акумулираних средстава у дужем временском периоду. Са повећањем периода акумулације средстава и суме средстава на рачунима, може се очекивати повећање удела програмираних исплата и других начина повлачења.

Исплате средстава из фондова се повећавају из године у годину. Оваква појава нормална је последица развоја система, јер ће се с повећањем доприноса и нето имовине, као и са повећањем броја година функционисања система добровољних пензијских фондова повећавати и висина исплата посматрано у апсолутним износима.²⁰ У 2016. години, укупне исплате корисницима износиле су 1.195,6 милиона динара.

Табела 9 – Уплате, исплате и трансфери ДПФ

Година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Укупне уплате доприноса у фондове (у млрд РСД)	2,25	2,22	2,43	2,53	2,70	2,70	2,80	2,58	2,89	3,20
Укупне исплате средстава члановима фондова (у млн РСД)	384,6	448,5	458,1	517,6	751,7	945,2	1.213,4	1.226,2	1.195,6	1.342,3
Укупни трансфери између фондова (у млн РСД)	235,1	141,5	216,1	165,9	72,3	137,2	126,3	219,7	267,5	263,1

(Извор: Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), Извештај за четврто тромесечје 2017. године, Народна банка Србије, Београд, стр. 14, 15, 16)

Трансфери представљају пренос средстава из једног фонда у други. Члан фонда може пренети део или сва средства, при чему плаћа само стварне трошкове преноса. У 2016. години трансфери су износили 267,5 милиона динара.²¹

¹⁹ Исто, стр. 15.

²⁰ Исто.

²¹ Исто.

Закључак

Животни стандард у Србији је на врло ниском нивоу и спада у ред најнижих у Европи. Просечне нето и бруто зараде су врло мале и спадају међу најмање у региону што говори о тешком положају нашег становништва. Поставља се реалан проблем да ли је могуће са тако ниским примањима који не обезбеђују ни минималну потрошачку корпу издвајати средства за штедњу односно за уплату у приватне пензионе фондове. Посебан ризик за сваког становника Србије су неповерење у банкарске, штедне и уопште финансијске институције јер су више пута под патронатом државе били изиграни и преварени тако да се лако изгубљено поверење тешко враћа.

У погледу пореског третмана добровољних доприноса који се уплаћују у приватне пензионе фондове, упоредна решења указују да се претежан број земаља опредељује за тзв. ЕЕТ порески третман, по ком су уплате доприноса и принос остварен од пласмана средстава фонда изузети од опорезивања (или се опорезују тек након одређене границе), док пореска обавеза настаје тек у тренутку исплате пензије, па и тада селективно и у складу са висином рентних исплата. На тај начин се подстиче развој III стуба пензионог осигурања и улагање у приватне пензионе фондове, као облик наменске штедње. Пракса је показала да држава на овај начин, упркос одрицања од садашњих прихода, стиче већу надокнаду кроз мањи притисак социјалних фондова, чиме себи отвара простор за веће инвестиционе замахе у другим сегментима. Посебан изазов за функционисање домаћег система добровољног пензионог осигурања представљаће одређивање износа пензија по наступању периода исплате пензијских надокнада. То је врло захтеван задатак који подразумева што је могуће прецизније познавање будућих вероватноћа смртности за групе осигураника који су повлачење својих акумулираних средстава са рачуна фонда реализовали куповином анuitета код осигуравајућих друштава. Тада до изражаја долазе актуари, али проблем у Србији може да наступи услед непризнавања дистинкције између таблица смртности, које се користе у области животног осигурања, и таблица за рентно осигурање, а које постоје у светској пракси и које битно утичу на тачност прорачуна. Због тога се предлаже што хитније модификовање таблица рентног осигурања.

Један од важних предуслова за развој система приватног пензионог осигурања (II и III стуб) јесте постојање стручног кадра у пензионим фондовима који управља имовином фонда, односно улаже акумулирана средства са индивидуалних рачуна чланова фонда у оптимални портфолио, а у циљу њиховог увећања. Ангажовање професионалних портфолио менаџера у пензионим фондовима важно је не само због испуњења законске обавезе Друштава за управљање фондовима да запосле ова лица, већ и због испуњења кључних претпоставки за успех функционисања приватног пензионог осигурања, а то су сигурност улагања и задовољавајућа стопа приноса.

Улажући своја средства у приватне пензионе фондове, индивидуални чланови фонда купују и знање професионалног портфолио менаџера, који су одговорни за селекцију хартија од вредности у које ће фонд улагати и за касније купопродаје хартија на тржишту капитала ради формирања оптималне портфолио структуре, а

у интересу чланова фонда. Диверзификација портфолиа, коју обезбеђује професионални портфолио менаџер, битан је фактор за смањење ризика улагања. Због тога је неопходно улагати напор и додатна средства у формирање критичне масе стручних људи који ће обављати одговорну функцију портфолио менаџера, а које је данас у Србији изразито дефицитарно занимање.

Приватно пензијско осигурање још није довољно развијено и за већину становника чини непознаницу, па због тога преовладава мишљење да становници о томе немају јасан став. Са друге стране недовољна финансијска средства због ниских личних доходака и високе стопе незапослености чине озбиљну баријеру додатним уплатама у приватне пензионе фондове, тако да се реално не може очекивати брже повећање броја осигураника преко ових фондова иако већина сматра да су они оправдани и да их треба развијати.

У Народној банци Србије истичу да је структура добровољних пензијских фондова по питању имовине таква да су најобимније државне обвезнице и трезорски записи са растућим трендом што је данас обухватило преко 80% укупне нето имовине фондова. Избором наведених хартија од вредности, Друштва за управљање, односно професионални портфолио менаџери, су заштитили своју имовину добровољних пензионих фондова и обезбедили стабилно пословање и поред рапидног пада цена хартија од вредности на тржишту капитала узрокованих светском финансијском кризом јер су изабрали најнеризичније хартије од вредности са релативно малим или стабилним приносом. Приноси фондова добровољног пензионог осигурања су у периоду светске економске кризе благо растући и стално позитивни.

До сада највеће ограничење у развоју добровољних пензионих фондова се налази у тешкој привредној ситуацији у Србији и недовољној платежној моћи становништва. Проблем увећања капитала који није ангажован на исплату пензија, а настао уплатама будућих пензионера, очекивано је требао бити увећан његовим инвестирањем у хартије од вредности на тржишту капитала, а није се могао успешно инвестирати због неразвијеног тржишта капитала у Србији.

Предвиђа се да ће од брзине опоравка, раста привреде и подизања животног стандарда становништва зависити и раст броја грађана заинтересованих за уплату у добровољне пензионе фондове. Поред очекиваног раста тржишта капитала још један фактор значајан за даљи развој добровољних фондова за пензионо осигурање је професионалност и компетентност стручног кадра у оквиру Друштва за управљање односно професионалних портфолио менаџера. Такође, важну улогу у процесу развоја штедње у оквиру добровољног пензионог осигурања има и едуковање становништва, промоција предности овог вида штедње у свим средствима информисања и активна улога Народне банке Србије на предузимању стимулативних мера за јачање овог сектора пензионог осигурања.

Литература

- [1] Ерић, Д., (2003), *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја Штампа, Београд.
- [2] Народна банка Србије, доступно на www.nbs.rs (06.11.2017).
- [3] Пиљан, И., Цогољевић, Д., Вујадин Н., (2014), *Учесници на тржишту осигурања Србије*, *International Review*, бр. 1-2, стр. 136-141, Београд.

[4] Пиљан, И., Цогољевић, Д., Пиљан, Т., (2015), *Улога осигуравајућих компанија на финансијском тржишту*, International Review, бр 1-2, стр. 94-102, ВШПЕП, Београд.

[5] Пиљан, И., Цогољевић, Д., Пиљан, Т., (2017), *Осигурање*, Висока школа за пословну економију и предузетништво, Београд.

[6] Станић, К., Алтипармаков, Н., Бајец, Ј., (2008), Транзициони трошак увођења обавезних приватних пензијских фондова, *Квартални мониторинг*, Универзитет у Београду Економски факултет, бр. 12, Београд.

[7] Закон о пензијском и инвалидском осигурању ("Службени гласник Републике Србије", бр 34/2003, 64/2004 – одлука УСРС, 84/2004 – др. закон, 85/2005, 101/2005 - др. закон, 63/2006 - одлука УСРС, 5/2009, 107/2009, 101/2010, 93/2012, 62/2013, 108/2013, 75/2014 и 142/2014).

[8] Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2016), *Извештај за 2015. годину*, Народна банка Србије, Београд.

[9] Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2017), *Извештај за 2016. годину*, Народна банка Србије, Београд.

[10] Сектор добровољних пензијских фондова у Републици Србији, (2018), *Извештај за четврто тромесечје 2017. године*, Народна банка Србије, Београд.