

СЕКТОР ДОБРОВОЉНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА У СРБИЈИ

Извештај за четврти квартал 2010. године

САДРЖАЈ

1. УВОД.....	3
2. УЧЕСНИЦИ НА ТРЖИШТУ ДОБРОВОЉНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА	7
3. ПОСЛОВАЊЕ ДОБРОВОЉНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА.....	8
Нето имовина добровољних пензијских фондова	8
Структура имовине добровољних пензијских фондова	9
Обим трговања пензијских фондова хартијама од вредности	10
Накнаде друштава за управљање	11
Трансакциони трошкови.....	12
Број и структура корисника добровољних пензијских фондова.....	13
Однос приноса и ризика.....	18
4. ЗАКЉУЧАК.....	23

1. УВОД

Добровољни пензијски фондови на тржишту Србије послују нешто више од четири године. Нето имовина добровољних пензијских фондова на крају 2010. године износи 9,9 млрд РСД.

У четвртном кварталу 2010. године Друштво и фонд „ДДОР Пензија плус“ припојили су се друштву и фонду „Нуро-Garant“ и послују под именом „DDOR-Garant“, обзиром да су оснивачи ова два друштва донели одлуку да спајањем ојачају своју позицију на тржишту. Друштво за управљање „НЛБ Нова пензија“, донело је одлуку да обустави своје пословање у области добровољних пензијских фондова у Србији, а фонд којим је ово друштво управљало преузело је „Delta Generali“ друштво за управљање добровољним пензијским фондом, тако да крајем године, на тржишту постоје два друштва која управљају са више фондова. Удруживањем учесника на тржишту смањују се трошкови пословања и стварају услови за снижавање накнада које друштва наплаћују од чланова фонда.

Током протекле године друштва за управљање успешно су избегла утицаје економске кризе улажући имовину добровољних пензијских фондова у најмање ризичне финансијске инструменте на тржишту капитала у Србији.

На крају 2010. године, FONDex – индекс који репрезентује кретање вредности инвестиционих јединица свих фондова на тржишту, достигао је 1.390 поена. FONDex-а је почетни вредност од 1000 поена имао 15. новембра 2006. године, на дан када је први добровољни пензијски фонд почео са радом.

Принос FONDex-а у четвртном кварталу 2010. године износи 1,44%¹, док принос за последњих годину дана износи 9,65%. Највећи утицај на раст FONDex-а имају приноси трезорских записа и приходи од камата на средства код банака.

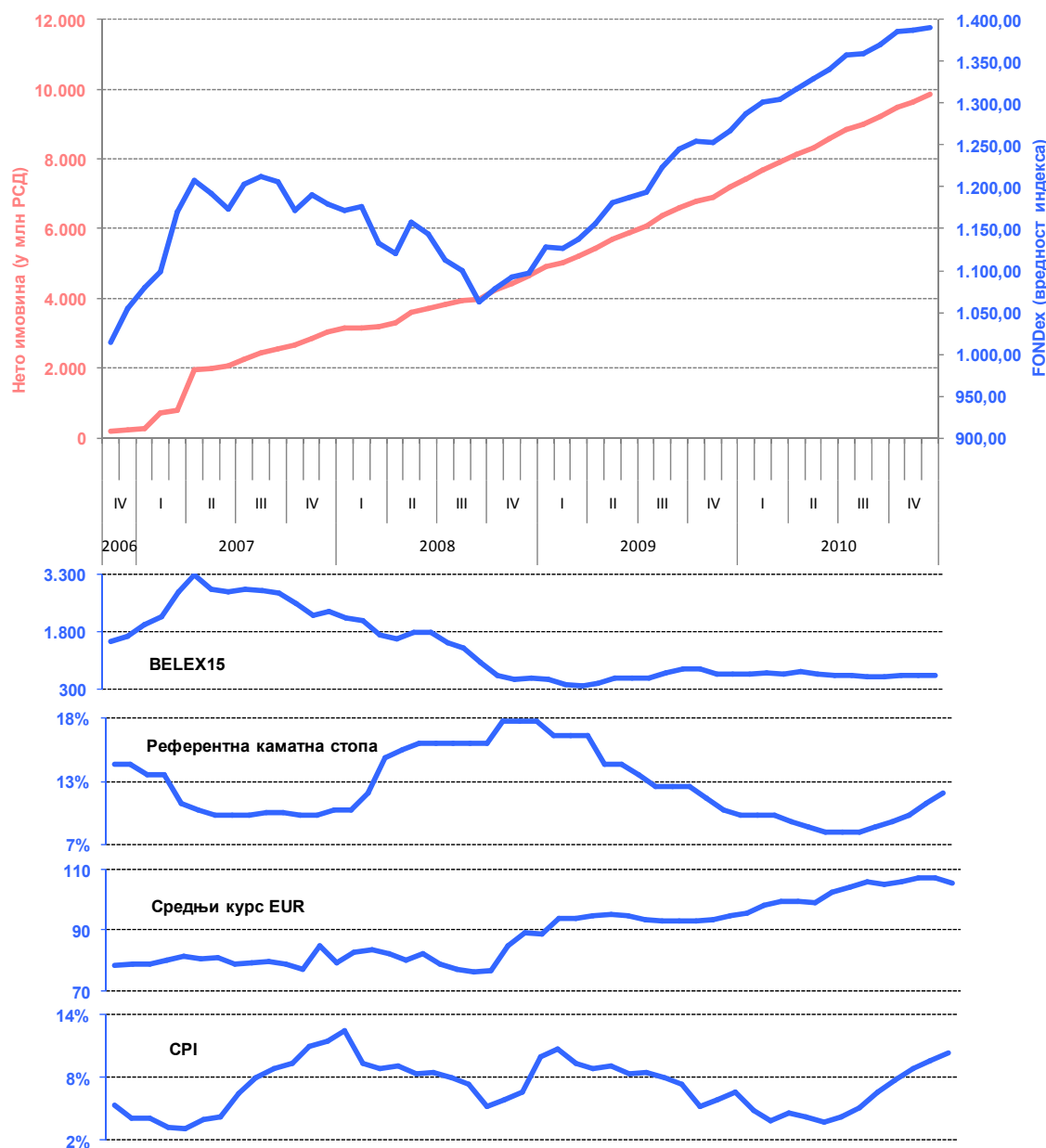
Табела 1: Принос и тржишна вредност емитованих трезорских записа по рочности

Рочност трезорских записа (у месецима)	2010 - Q3		2010 - Q4	
	Процењени принос* (у %)	Тржишна вредност емитованих записа (у млрд РСД)	Процењени принос* (у %)	Тржишна вредност емитованих записа (у млрд РСД)
3	11,13%	15,6	13,60%	20,9
6	12,55%	18,6	15,00%	33,1
12	12,90%	10,3	14,70%	5,0
18	13,17%	2,6	14,74%	1,1
24	13,42%	2,8	14,82%	1,2

* процењени принос на крају квартала (линеарна интерполација)

¹ 5,9% на годишњем нивоу

График 1: Кретање вредности нето имовине, FONDex-а и кључних показатеља од почетка пословања добровољних пензијских фондова



Раст приноса на трезорске записе који је почео половином претходног квартала наставио се и до краја 2010. године. Раст приноса забележен је по свим рочностима. Не излажући се дугорочном ризику промене приноса, добровољни пензијски фондови највише су улагали у шестомесечне и дванаестомесечне трезорске записе. Крајем 2010. године први пут су емитовани шестомесечни евроиндексирани трезорски записи са стопом приноса од 5,25% у које су фондови уложили 5,87% укупне имовине. Инвеститори су крајем 2010. године валутни ризик у Србији још увек сматрали значајним, услед чега су евроиндексирани трезорски записи продати у рекордном обиму (номинална вредност од 21 млрд РСД). Укупна номинална вредност продатих трезорских записа у четвртном

кварталу износи око 86,5 млрд РСД, повећање од 33,2 млрд РСД у односу на претходни квартал. У истом кварталу доспело је 46,3 млрд РСД трезорских записа.

Приноси на трезорске записе су у 2011. години почели да опадају. Под утицајем апресијације домаће валуте и смањења процењеног валутног ризика од стране инвеститора дошло је и до раста тражње за динарским трезорским записима и са рочношћу дужом од годину дана.

Промет на Београдској берзи је у последњем кварталу 2010. године износио је око 9,25 млрд РСД и значајно је повећан у односу на ниво промета у претходним кварталима (4,9 и 4,7 и 4,2 млрд РСД респективно). Промет акцијама био је 7,6 млрд РСД, овај ниво промета није постигнут од последњег квартала 2008. године, највећи промет оствариле су акције Аик банке 2,1 млрд РСД и НИС-а 1,45 млрд РСД. Број трансакција у истом периоду наставља да бележи раст, пре свега захваљујући трговању акцијама НИС-а на које у четвртном кварталу чине 97% од укупног броја трансакција. Део средстава фондова који је уложен у акције у последњем кварталу повећан је са 6,2% на 11,38%. На повећање учешћа акција највише је утицала куповина акција НИС-а за које су друштва проценила да су сигурна улагања са фиксним приносом током последња два квартала 2010. године. На крају 2010. године фондови су у акције НИС-а имали уложених 6,29% укупне имовине фондова, односно држали су 0,8% од укупне емисије НИС-а. У укупном промету акцијама НИС-а у 2010. години учешће добровољних пензијских фондова износило је 34,4%. Добровољни пензијски фондови су прихватили понуду Gazprom Neft-а и продали све акције НИС-а по цени од 506,48 динара по акцији.

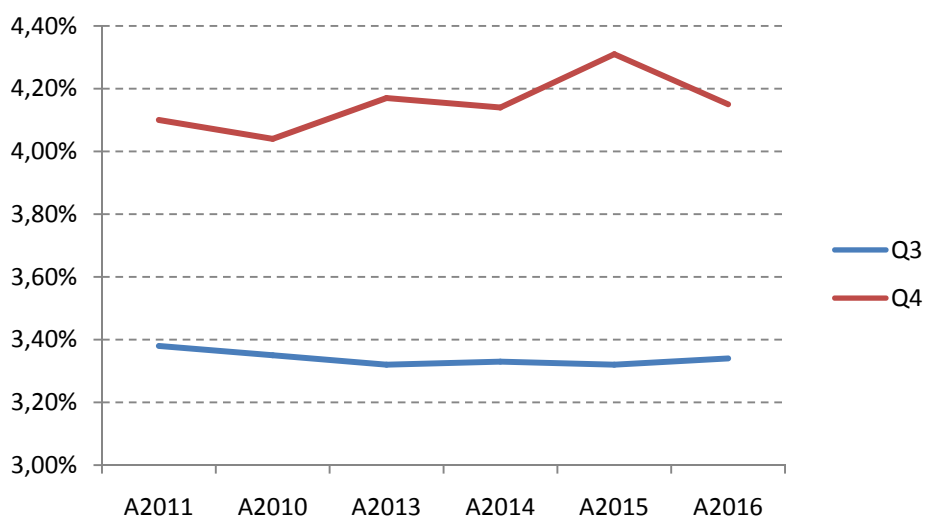
У четвртном кварталу индекс Београдске берзе BELEX15 бележи раст, чиме је умањен годишњи пад његове вредности. Промена индекса у последњем кварталу износи 5%, док промена за последњих годину дана износи -1,8%. Раст вредности индекса BELEX15 настављен је и у 2011. години.

Више од трећине средстава (39,7%) у којима се налази имовина фондова деноминирана је у еврима, од чега је највећи део уложен обвезнице старе девизне штедње (18,1%), док се 11,87% налази на девизним трансакционим рачунима. Током новембра месеца 2010. године курс динара према еврџу стабилизовао на нивоу од 107 динара за евро, а затим је почео са благим падом (најнижа вредност у четвртном кварталу била је 104,34 динара за евро). Курс динара према еврџу на почетку 2010. године износио је 95,9 динара за евро, а на крају године 105,5 динара за евро.

Друштва за управљање су препознала тренд пада приноса на обвезнице старе девизне штедње који је трајао првих девет месеци 2010. године и искористила га за смањење учешћа ове врсте улагања у имовини добровољних пензијских фондова. У четвртном кварталу приноси су почели са растом и за мање од два месеца повећани су за 1 процентни

поен у односу на вредности од 30. септембра, тако да су приноси на крају новембра износили од 4,25% за А2012 до 4,54% за А2014 и А2015. У четвртом кварталу обвезнице старе девизне штедње имале су промет од 1,65 млрд РСД, промет обвезницама старе девизне штедње у децембру 2010. године износио је само 0,28 млрд РСД. Раст приноса настављен је и у 2011. години. Из раста приноса и пада промета обвезница старе девизне штедње можемо закључити да се инвеститори опредељују за улагање у акције и трезорске записе на рачун улагања у обвезница старе девизне штедње. Учешће обвезница старе девизне штедње у укупној имовини фонда у последњем кварталу смањено је са 19,6% на 18,1%.

График 2: Крива приноса на обвезнице старе девизне штедње (крај квартала)



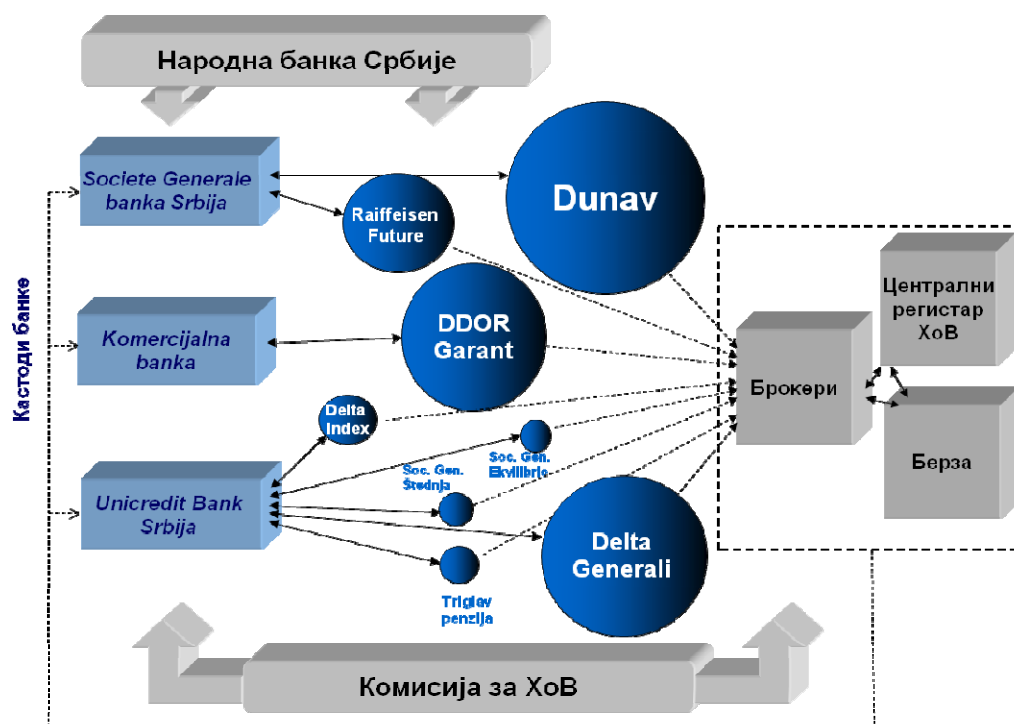
Камата коју добровољни пензијски фондови добијају по основу динарских средстава које држе на новчаним рачунима у кастоди банкама у највећем броју случајева је везана за висину референте каматне стопе. До маја 2010. године Народна банка Србије смањивала је референтну каматну стопу (11. мај – 8%), да би од почетка августа почела са њеним повећавањем. У четвртом кварталу Народна банка Србије је три пута повећавала референтну каматну стопу, с тим да је два пута повећана за по један процентни поен, тако да је 31. децембра референтна каматна стопа износила 11,5%. Посматрајући индустрију добровољних пензијских фондова, на динарским новчаним рачунима у кастоди банкама током 2010. године у просеку се налазило 13,5%, а на крају године 6,84% укупне имовине фондова. Током 2010. године приметна је негативна корелација између кретања процента учешћа динарских средстава на трансакционим рачунима и процента имовине фонда уложене у трезорске записе Републике Србије, друштва су одлуку о расподели доносила узимајући у обзир висину референтне каматне стопе и висину стопе приноса на трезорске записе.

Добровољни пензијски фондови улажу у складу са конзервативном инвестиционом политиком, тако да је на крају 2010. године 71% укупне

имовине фондова уложено у нискоризичне инструменте као што су хартије од вредности које је емитовала Република Србија и акције НИС-а, док се 22% укупне имовине налази на рачунима у пословним банкама.

РЗС процењује да је укупна економска активност Србије у 2010. години, мерена бруто друштвеним производом, повећана за 1,8% у односу на претходну годину. Индустијска производња забележила је раст од 3,0%, док је најзначајнији пад имало грађевинарство -13,6%. Индекс потрошачких цена (CPI) и током четвртог квартала 2010. године бележи раст цена тако да инфлација на крају године износи 10,3%. РЗС је на основу Анкете о радној снази из октобра месеца утврдио да је стопа незапослености у 2010. години 19,2%. Опоравак привреде и раст животног стандарда грађана Србије су основне претпоставке које морају бити испуњене да би се јавило веће интересовање за штедњу у добровољним пензијским фондовима.

2. УЧЕСНИЦИ НА ТРЖИШТУ ДОБРОВОЉНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА



На тржишту добровољних пензијских фондова послује шест друштава за управљање који управљају имовином осам добровољних пензијских фондова, три кастоди банке, 59 ангажованих физичких лица на пословима информисања о чланству у добровољним пензијским фондовима (од 229

који имају дозволу Народне банке Србије за обављање ових послова) и четири банке посредника².

Приликом куповине и продаје хартија од вредности друштва за управљање сарађују са 10 брокерских кућа.

На крају трећег квартала, укупан број запослених у друштвима за управљање износи 129, за 46 мање у односу на крај 2009. године, а чак за 89 мање у односу на крај 2008. године. Највећа смањења броја запослених у друштвима за управљање су на пословима продаје и маркетинга.

3. ПОСЛОВАЊЕ ДОБРОВОЉНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Нето имовина добровољних пензијских фондова

У овом периоду остварен је пораст нето имовине у односу на претходни квартал од 7,1%, док је у односу на исти период претходне године остварен раст од 37,2%. У току 2010. године на индивидулане рачуне чланова добровољних пензијских фондова уплаћено је 2.428,36 млн РСД што је заједно са оствареним приносима највише утицало на раст нето имовине фондова. Укупне уплате чланова, по одбитку накнаде при уплати у 2010. години, износе 2.369 млн РСД. С друге стране чланови су по основу исплата у току године повукли 458,14 млн РСД, док је укупан износ накнада који су друштва наплатила у току године 229,88 млн РСД.

Табела 2: Нето имовина у сектору на крају квартала у млрд РСД

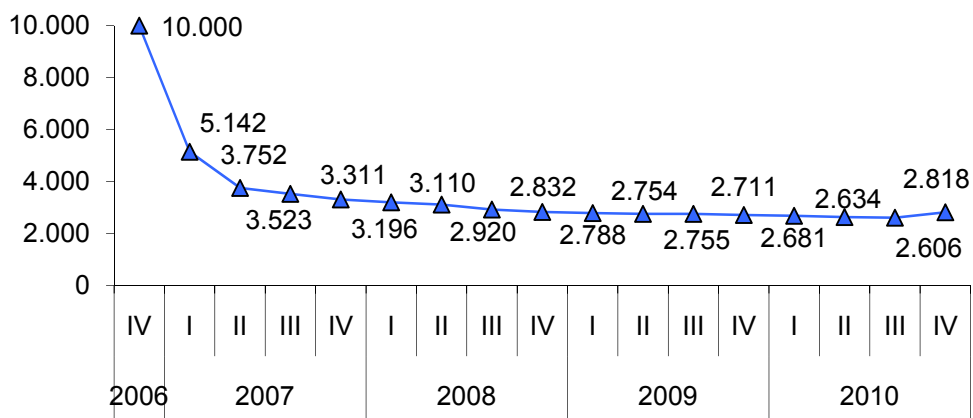
2007. Q4	2008. Q4	2009. Q4	2010.			
			Q1	Q2	Q3	Q4
3,05	4,64	7,19	7,90	8,57	9,21	9,86

Раст нето имовине у четвртном кварталу највећим делом је генерисан нето уплатама³ чланова, које износе 521,5 млн РСД. Укупне уплате чланова, по одбитку накнаде при уплати, износе 645,8 млн РСД и изнад је кварталног просека за 2010. годину, док су исплате 124,3 млн РСД. Поред уплата доприноса, утицај на пораст нето имовине у односу на претходни квартал имали су и остварени приноси фондова.

² NLB banka a.d. Beograd, Raiffeisen banka a.d. Beograd, Volksbank a.d. Beograd и Société Générale Banka Srbija a.d. Beograd

³ Нето уплате добијају се када се укупне уплате умање за накнаде при уплати и исплате.

График 3: Концентрација у сектору на крају квартала



Тржишна концентрација у сектору расте, услед спајања фондова НУРО-Garant и ДДОР Пензија Плус те је на крају трећег квартала концентрација мерена ННІ индексом износила 2.818 поена.

Према учешћу у укупној нето имовини, фондови су подељени у три групе: велики, средњи и мали. У току овог квартала дошло је до прерасподеле у структури у односу на претходни период тако да се на крају 2010. године само један фонд налази у групи „Средњи“, док се висока концентрација огледа се и у томе што три друштва управљају са 88,1% укупне нето имовине свих фондова, односно са 8,69 млрд РСД.

Табела 3: Број фондова у групама подељеним према тржишном учешћу

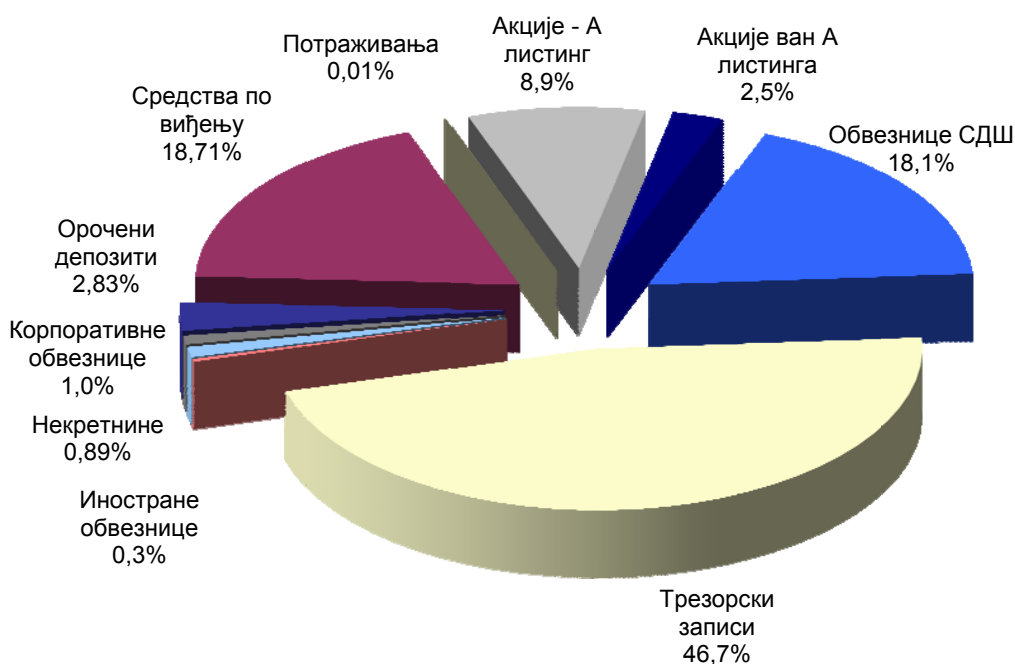
Учешће у нето имовини (%)	2007. Q4	2008. Q4	2009. Q4	2010.			
				Q1	Q2	Q3	Q4
Велики (20 и више)	3	2	2	2	2	2	3
Средњи (5 - 19,99)	-	2	3	3	3	3	1
Мали (0 - 4,99)	4	6	5	4	4	4	4

Структура имовине добровољних пензијских фондова

Изложеност имовине фондова појединим врстама тржишног ризика није битније измењена у односу на претходни квартал.⁴ Проценат имовине изложен ризику промене цена повећан је на 31,7% услед повећања удела акција. Изложеност ризику промене цена некретнина није значајна, због малог удела непокретности у укупној имовини фондова. Валутном ризику је изложено 39,7% имовине фондова, што је повећање у односу на претходни квартал, а највећи део имовине, 87,7% изложен је ризику промене висине каматних стопа.

⁴ За поједине делове имовине, посматране су оне врсте тржишних ризика које на њих најнепосредније утичу

График 4: Структура укупне имовине фондова на крају квартала



Табела 4: Изложеност имовине фондова тржишном ризику

	Ризик промене цена	Валутни ризик	Каматни ризик	2007.	2008.	2009.	2010			
							Q1	Q2	Q3	Q4
Акције	✓			22,4%	6,3%	7,2%	6,5%	5,5%	6,2%	11,4%
Обвезнице СДШ	✓	✓	✓	37,8%	33,7%	25,2%	26,3%	21,2%	19,6%	18,1%
Трезорски записи		✓*	✓	0,8%	0,0%	46,6%	42,1%	42,3%	41,6%	46,7%
Иностране државне обвезнице	✓	✓	✓		-	-	-	-	0,3%	0,3%
Корпоративне обвезнице	✓	✓	✓		-	-	-	-	1,1%	1,0%
Непокретности	✓	✓		-	1,7%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
Средства на динарском рачуну			✓	37,7%	57,4%	15,9%	18,6%	18,9%	16,0%	8,0%
Средства на девизном рачуну		✓	✓	1%	0,9%	4,0%	5,5%	10,7%	14,1%	13,5%

* односи се на део трезорских записа који су емитовани у ЕУР

Обим трговања пензијских фондова хартијама од вредности

Обим промета добровољних пензијских фондова у четвртном кварталу 2010. године је за 52% већи у односу на претходни квартал и износи 5.352 млн РСД. Највеће учешће у куповини и даље имају трезорски записи – преко 81% у куповине ХоВ. Однос доспећа хартија од вредности и продаје – 96% : 4%.

Учешће ДПФ у промету на Београдској берзи износи 8,06%, што је изнад просека за 2010. годину, захваљујући пре свега куповини акција НИС-а.

Табела 5: Трговање добровољних пензијских фондова хартијама од вредности
у млрд РСД

	2008.	2009.	2010.	2010.			
				Q1	Q2	Q3	Q4
Обим промета ХоВ	1,51	12,59	14,92	3,11	2,94	3,53	5,35
Куповина	1,07	8,12	8,12	1,57	1,42	1,87	3,26
Београдска берза	0,78	0,40	1,3	0,14	0,12	0,41	0,63
Ванберзанско трговање	0,25	0,38	0,31	0,15	0,03	0,13	-
Аукције државних ХоВ	0,03	7,34	6,53	1,29	1,28	1,33	2,63
Продаја	0,39	0,39	0,76	0,14	0,10	0,39	0,13
Београдска берза	0,09	0,05	0,56	0,004	0,034	0,39	0,13
Ванберзанско трговање	0,30	0,34	0,19	0,13	0,064	-	-
Доспеће	0,05	4,08	6,04	1,40	1,42	1,26	1,96
Однос куповине према продаји и доспећу	2,42	1,82	1,47	1,0	0,93	1,13	1,6
Учешће у укупном промету на Београдској берзи	1,2%	1,1%	7,6%	2,9%	2,1%	19,1%	7,0%

Накнаде друштава за управљање

Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима прописује максималне процентуалне износе накнада које друштва за управљање могу да наплате члановима фонда. Накнада приликом уплате не може бити већа од 3%, накнада приликом управљања не може бити већа од 2%, док накнада за пренос рачуна може бити наплаћена само у висини стварних трошкова преноса.

Од почетка пословања друштава су наплаћивала накнаду за управљање 2%, док се накнада приликом уплате смањивала и тренутно је на нивоу од 2,47%. Однос две накнаде променио се од почетка пословања друштава када је био већи у корист накнаде приликом уплате до данас када накнаде за управљање чине 74% укупно наплаћених накнада. Оваква промена односа две накнаде настала је као последица раста нето вредности имовине фонда и све веће основе на коју се наплаћују накнаде за управљање.

Са даљим растом нето имовине, али и јачањем конкуренције између фондова може се очекивати постепено смањивање накнаде за управљање. Ова врста накнаде треба да зависи од инвестиционе стратегије улагања фонда и успешности улагања, односно остварених резултата. Фонд који већи део својих средстава инвестира активно, у сложеније и ризичније инструменте може да наплаћује и веће накнаде. Од оваквог фонда се очекује и остваривање већих приноса у дугом року. С друге стране фонд

који инвестира пасивно у сигурне финансијске инструменте треба да има и мање накнаде за управљање. Накнаду коју друштво наплаћује треба ставити у однос са структуром улагања и оствареним резултатима.

Једно друштво за управљање је у свом тарифнику предвидело варијабилни износ накнаде у зависности од резултата пословања које оствари у односу на цео сектор и у зависности од суме акумулираних средстава на индивидуалном рачуну.

Табела 6: Преглед накнада од 2007 до 2010. године

у млн РСД

	2007	2008	2009	2010	2010			
					Q1	Q2	Q3	Q4
Накнада приликом уплате	43,5	56,9	54,9	59,3	14,7	14,4	13,9	16,4
Накнада за управљање	33,4	72,2	117,2	170,6	37,1	40,9	44,7	47,8

Трансакциони трошкови

Трансакциони трошкови су трошкови који настају по основу куповине и продаје хартија од вредности и који падају на терет друштва за управљање.

Највећи удео имају брокерске накнаде, накнаде кастоди банке и берзанске накнаде. Трансакциони трошкови су у директној вези са обимом трговања друштава за управљање и са врстама инструмената којима се тргује. Највеће трошкове имају трансакције акцијама на београдској берзи, док су најмањи трошкови у трговини трезорским записима.

Како је на почетку пословања друштва за управљање обим трговања био релативно висок, нарочито акцијама на Београдској берзи и трансакциони трошкови су били највећи у том периоду. Са почетком економске кризе и активности друштава су смањена, а инвестиције усмерене ка сигурнијим инструментима које са собом носе и ниже трошкове. Од 2009. године поново долази до раста ових трошкова као последица великих обима трговања трезорским записима Републике Србије и постепеног повећања трговине акцијама. Исто тако растом нето имовине повећавају се и вредности трансакције фондова у апсолутном износу.

Табела 7: Трансакциони трошкови од 2007 до 2010. године

у млн РСД

	2007	2008	2009	2010	2010			
					Q1	Q2	Q3	Q4
Трансакциони трошкови	10,00	5,34	7,37	9,74	1,53	1,11	3,10	3,72
Брокерске накнаде	4,52	2,22	3,80	4,46	0,74	0,45	1,70	1,57
Накнаде кастоди банке	1,83	1,47	1,98	2,41	0,39	0,35	0,86	0,81
Берзанске накнаде	1,56	0,84	0,38	1,14	0,13	0,10	0,24	0,67
Накнаде централног регистра	0,99	0,56	1,20	1,45	0,26	0,20	0,30	0,68
Порез на пренос апсолутних права на хов	1,10	0,24	-	-	-	-	-	-

Са изузетком прве године рада друштава, трансакциони трошкови чине просечно око 4% укупних накнада које друштво наплаћује и периодично варирају у зависности од инвестиционих активности друштава.

Природа добровољних пензијских фондова је углавном таква да се у структури фондова налазе углавном дугорочне дужничке хартије од вредности, а да је удео акција релативно низак. Оваква структура утиче на то да и износи трансакционих трошкова буду ниски, око 0,1% у односу на нето имовину фондова.

Број и структура корисника добровољних пензијских фондова

На крају 2010. године, у фази акумулације⁵ налази се укупно 166.780 корисника⁶. Они укупно имају 220.451 склопљених уговора о чланству⁷ у ДПФ. Истовремено, десет корисника са четрнаест уговора о чланству, који се налазе у фази повлачења средстава, примају програмиране исплате. Сви подаци у даљем тексту овог одељка, осим ако није другачије назначено, односе се само на кориснике у фази акумулације.

Табела 8: Број уговора и корисника од 2007 до 2010. године

	2007	2008	2009	2010	2010			
					Q1	Q2	Q3	Q4
Број уговора	158.461	201.610	215.704	220.451	217.026	219.517	221.493	220.451
Број корисника ⁸	-	155.954	165.244	166.780	166.625	166.862	168.066	166.780
Проценат активних корисника ⁹	-	41,14%	34,85%	33,62%	33,59%	33,71%	32,88%	36,31%

У периоду од 2008 до 2010. године број корисника је највећи раст имао током 2009. године, са близу 10.000 нових корисника, док се током 2010 године број корисника незнатно увећавао.

Просечан износ акумулираних средстава по кориснику зависи од висине уплата, приноса који остварују фондови и дужине периода

⁵ Чланство у фонду дели се на две фазе – фазу акумулације (период у ком се уплаћују средства) и фазу повлачења средстава (период када члан повлачи акумулирана средства).

⁶ Број корисника је број особа које су чланови добровољног пензијског фонда (или фондова). Овај број је мањи од броја уговора о чланству, обзиром да значајан број корисника има више од једног склопљеног уговора о чланству, у истом или у различитим фондовима.

⁷ Број уговора о чланству је збир броја индивидуалних уговора о чланству и броја чланова свих пензијских планова.

⁸ Подаци о броју корисника и просечном износу акумулираних средстава доступни су од јуна 2008. године

⁹ Проценат активних корисника представља просечан проценат активних корисника по месецима у периоду за који се односи

акумулације средстава. Као последица раста сва три фактора је и раст просечних средстава на индивидуалним рачунима чланова. Просечан износ акумулираних средстава на рачунима чланова који су до сада најмање једанпут уплатили допринос износи нешто више од 70.000 динара и у сталном је порасту.

Корисници добровољних пензијских фондова у Србији могу бити домаћа и страна лица. Број домаћих лица је вишеструко већи, док је просечан износ средстава на рачунима страних лица осам пута већи него код домаћих лица.

Табела 9: Просечан износ средстава од 2007 до 2010. године

у РСД

	2007	2008	2009	2010			
				Q1	Q2	Q3	Q4
Просечан износ акумулираних средстава	-	34.594	52.234	57.145	61.930	66.401	70.481

На крају 2010. године број корисника који су чланови два или више фондова, износи 28.627, односно око 17% од укупног броја.

Табела 10: Број корисника по броју фондова у којима су чланови

Број фондова	Број корисника
1	138.153
2	17.449
3	11.136
4	36
5	6

Табела 11: Број корисника по броју закључених уговора о чланству

Број уговора	Број корисника
1	127.409
2	26.750
3	11.338
4	930
5	316
6	33
7	3
9	1

Табела 12: Структура корисника по динамици уплате

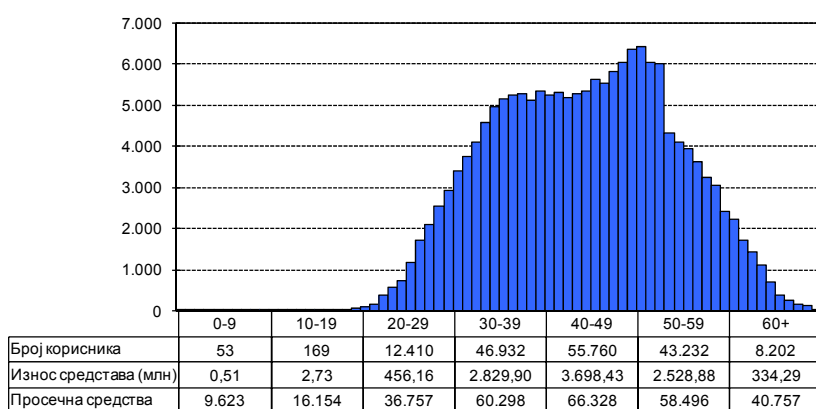
Активни корисници	Период	Број корисника	Удео (%)
	1 месец	73.290	43,94%
	3 месеца	78.395	47,01%
	6 месеци	80.770	48,43%
	12 месеци	85.163	51,06%
	Од учлањења (1)	139.934	83,90%
Без средстава на рачунима (2)		26.846	16,10%
Укупно (1+2)		166.780	100%

Структура корисника по полу и њихових средстава није се значајно променила у односу на претходне године. У већини су мушкарци, који у укупном броју корисника учествују са око 60,2%, али и даље у просеку имају мање средстава на својим рачунима, па је њихов удео у укупним

средствима 58,3%. Овај однос се полако мења, па је у броју нових чланова 52,8% мушкараца, а 47,2% жена.

Просечна старост корисника добровољних пензијских фондова, на крају године износи близу 44 године, а највише је корисника старости од 30-50 година, преко 60%. Оваква структура корисника је стална и не мења се од почетка рада фондова. Исто тако, проценат корисника који испуњавају старосни услов за повлачење средстава (навршене 53 године живота) је сличан као у претходним годинама, око 20%.

График 5: Расподела корисника по годинама живота



Уплате доприноса, исплате средстава и пренос средстава

Осим у 2007. години када се највећи број добровољних пензијских фондова оснивао и када су уплате биле најмање, укупни доприноси су били стабилни током година и кретали су се на нивоу од 2,2 до 2,4 милијарди динара годишње. У односу на претходну годину у 2010. години доприноси су већи за преко 200 милиона динара.

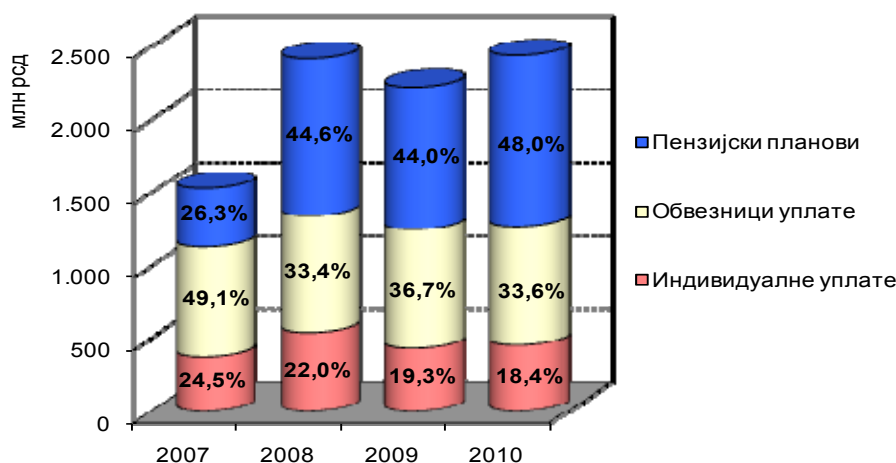
Табела 13: Уплате доприноса

у млрд РСД

	2007	2008	2009	2010	2010			
					Q1	Q2	Q3	Q4
Укупни доприноси корисника	1,52	2,25	2,22	2,43	0,62	0,59	0,56	0,66

Уплате доприноса су највеће у последњем кварталу у години и углавном у последњем месецу. У последњем кварталу 2010. године уплате у фонд су биле највеће од почетка рада добровољних пензијских фондова и износиле су око 662 милиона динара. У односу на претходни квартал веће су за 100 милиона динара.

График 6: Обим и структура укупних уплата по годинама



Уплате доприноса највећим делом врше се путем пензијских планова где су и највеће уштеде за фирму по основу ослобађања плаћања пореза и доприноса за уплаћени износ до максималне висине прописане законом. Исто тако организатори пензијских планова имају могућност преговарања о висини накнада приликом уплате за своје чланове, што је још један од разлога већих уплата на овакав начин.

У 2010. години од укупних доприноса око 18% се односи на индивидуалне уплате, 34% на уплате послодаваца који као обвезници уплате својим запосленима уплаћују доприносе у пензијски фонд, док се око 48% односи на уплате преко пензијских планова. Овај однос се није значајније мењао од 2008 до данас.

График 7: Уплате доприноса и број уплатилаца према делатности



Међу уплатиоцима постоји висок ниво концентрације. Мали број великих уплатилаца чини скоро 40% свих уплата у добровољне пензијске фондове. Реч је о великим компанијама и јавним предузећима. Од свих уплатилаца током 2010. године пет их је уплатило појединачно преко 100 милиона динара у фонд, укупно око милијарду динара, односно 38% свих уплата. Преосталих 1.000 фирми уплатило је у 2010 години мање од 100 милиона динара појединачно, односно укупно нешто више од милијарду динара. Остатак доприноса односи се на индивидуалне уплатиоце.

Иако постоји могућност и индивидуалних, највећи број уплата је преко обвезника уплата и пензијских планова. Компаније могу својим запосленима да уплаћују средства у фонд, остварујући тако уштеде путем пореских ослобађања, чиме показују висок степен одговорности према запосленима. Велики потенцијал за даљи раст броја чланова пензијских фондова је управо у великим компанијама са великим бројем запослених.

Исплате чланова највећим делом врше се једнократно. Обзиром да повлачење средстава врше чланови који испуњавају услове, а да нису дуго у фонду и да је досадашња акумулирана сума релативно мала овакав начин исплате је и очекиван. У даљем периоду може се очекивати повећање удела програмираних исплата и других начина повлачења са повећањем година акумулације средстава и суме средстава на рачунима, а нарочито са усвајањем новог Закона који ће прописивати максимални износ који се може повући кроз једнократну исплату.

Табела 14: Исплате средстава из фондова

у млн РСД

	2007	2008	2009	2010	2010			
					Q1	Q1	Q1	Q1
Укупне исплате	141	384	448	458	106	127	101	124

Исплате средстава из фондова се повећавају из године у годину. Оваква појава нормална је последица развоја система, јер са повећањем доприноса и нето имовине, као и повећањем броја година функционисања система тзв. трећег стуба повећавање се и исплата посматрано у апсолутним износима. Током 2010 године уплате су биле веће од исплата за око 2 милијарде динара и покривеност уплата исплатама је око 5 пута и стабилна је у периоду 2008-2010. Међутим, оно што не одговара природи добровољних пензијских фондова је да се средства углавном повлаче чим корисник испуни услове за повлачење, тј. минимум 53 године живота и пре него што је стекао услов за државну пензију. Један од разлога је кратак период уплата и мала акумулирана средства. Предлогом новог Закона предвиђено је да корисник не може да повуче сва средства одједном, односно да може само до 30%, а остатак може повући кроз програмирану исплату у периоду који сам одреди, а који не може бити краћи од две године. Оваком променом у Закону омогућава се испуњавање сврхе уплата у добровољни пензијски фонд, а то је вид додатне штедње за старост, односно могућност остваривања додатних прилива државној пензији.

Трансфери представљају пренос средстава из једног фонда у други. Члан фонда из било ког разлога може пренети део или сва своја средства

из једног у други фонд притом плаћајући само стварне трошкове преноса. Највећи трансфери забележени су током 2008. године.

Табела 15: Трансфери између фондова

у млн РСД

	2007	2008	2009	2010	2010			
					Q1	Q2	Q3	Q4
Укупне исплате	19	235	141	216	46	49	46	76

Однос приноса и ризика

Имајући у виду да је период пословања фондова кратак, да тај период карактеришу турбулентне тржишне околности (криза, пад цена акција на берзи и сл), да су фондови у различитом времену почели пословање, принос од почетка пословања није адекватна основа за поређење перформанси фондова. Поред тога, приликом поређења приноса фондова треба имати у виду и ризичност портфеља, односно ризичност улагања фонда.

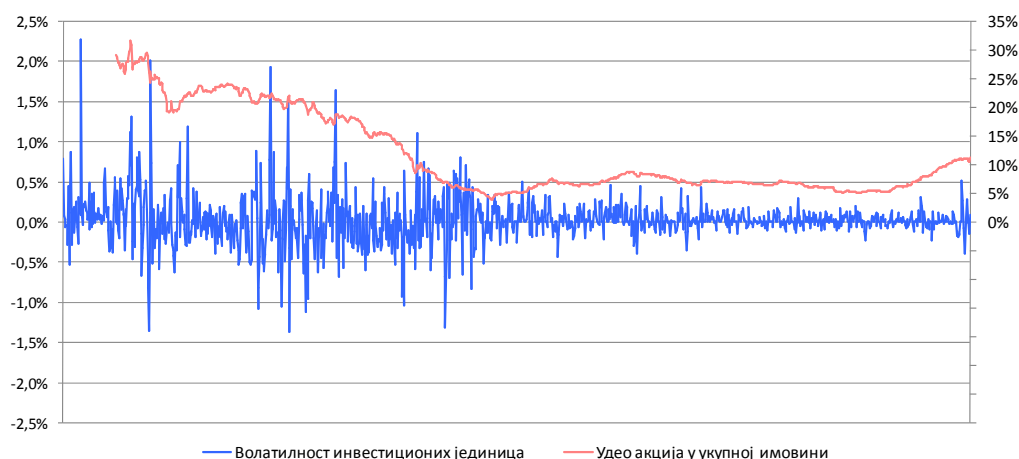
Принос фонда представља процентуалну промену вредности инвестиционе јединице током периода и добија се као однос вредности на крају и на почетку периода. Принос добровољних пензијских фондова имао је три фазе од почетка пословања фондова. Прва фаза је фаза пада приноса фондова која је трајала до септембра 2008. године највећим делом због пада вредности акција на Београдској берзи које су чиниле и преко 20% у структури портфолија свих фондова. Као одговор на промене на тржишту фондови преусмеравају своје инвестирање ка сигурнијим инструментима што за последицу има промену структуре улагања и смањење удела акција на мање од 10%. У једном периоду на кастоди рачунима било је и преко 50% имовине, а са појавом трезорских записа средства су усмерена ка том инструменту уз одржавање учешћа обвезница старе девизне штедње око 25-30%. Оваквим инвестирањем фондови су очували своја средства, а вредност инвестиционе јединице свих фондова фондекс ни у једном тренутку није пао испод вредности од 1000 поена. Као последица оваквих промена у структури улагања долази до изразитог раста приноса што представља његову другу фазу. У то време расте референтна каматна стопа на тржишту што позитивно утиче на трезорске записе и депозите, али и вредност евра у односу на динар што позитивно утиче на евроиндексиране инструменте. Трећа фаза је фаза стагнације приноса добровољних пензијских фондова који су током 2010. године износили око 10% годишње. Овакво кретање приноса показује да су осцилације приноса могуће у кратком року, нарочито код фондова који, у односу на друге, већи део средстава инвестирају у ризичније хартије. Исто тако, од таквих фондова се очекују и већи приноси у дугом року.

Ризичност фондова представља волатилност промене инвестиционе јединице која је у директној вези са ризичношћу инструмената који се налазе у портфолију фонда, као и корелацијом, односно њиховим

међусобним кретањем. Мери се ануализованом стандардном девијацијом дневних приноса инвестиционих јединица. Што је већа волатилност, вече је одступање од средње вредности, односно већа је стандардна девијација као мера ризика. Након почетно виших нивоа ризика који су се кретали преко 5% на годишњем нивоу и који су последица заузимања већих позиција у акцијама долази до константног смањивања ризика променом у структури улагања, да би се током 2010. године усталио на нивоу од 1-2% годишње.

Волатилност инвестиционе јединице је била значајнија у почетку рада фондова, односно током 2007. и 2008. године. У том периоду најризичнија су била улагања у власничке инструменте, односно акције на Београдској берзи. Како је њихов удео у структури имовине опадао тако се и волатилност смиривала.

График 8: Дневне промене вредности инвестиционе јединице и кретање учешћа акција



Ризичнији фондови су они који својом инвестиционом политиком прописују могућност већег улагања у ризичније инструменте (акције и сл.) са циљем остваривања и већих приноса у дугом року, а намењени су млађим члановима чији је хоризонт улагања дужи од 10 година. Обзиром да овакви фондови могу претрпети и краткорочне губитке нису намењени старијим члановима који намеравају да у краћем периоду повуку своја средства. У том случају чланови треба да одаберу фонд који нема или има мали проценат ризичних инструмената и чија је волатилност мала.

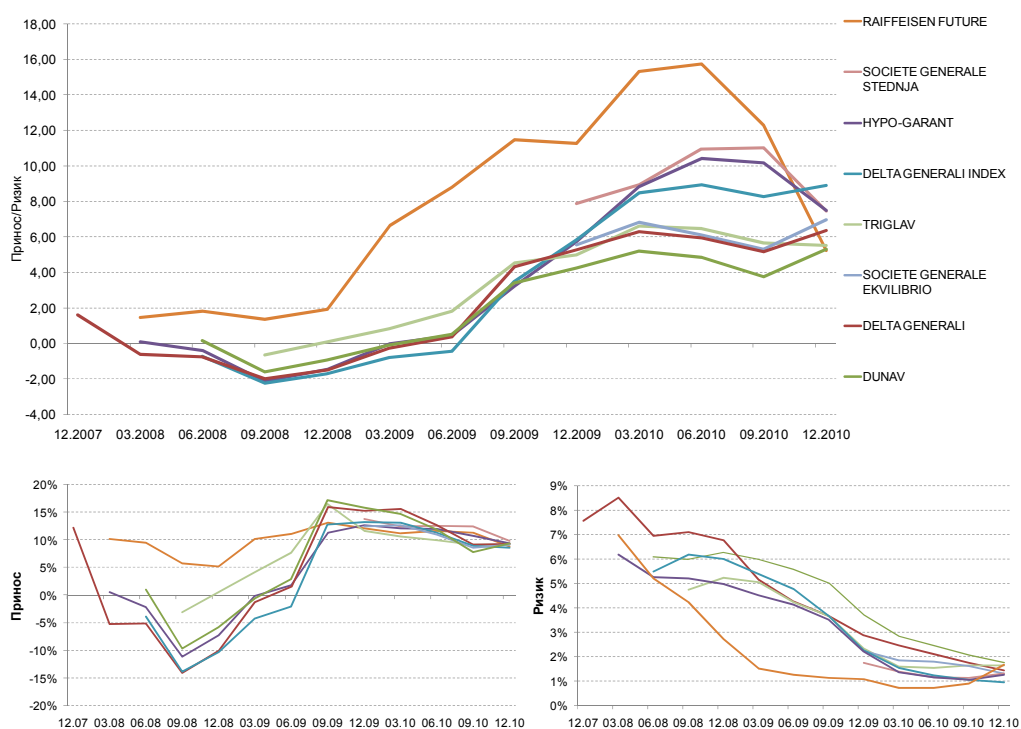
Табела 16: Приноси и ризици добровољних пензијских фондова и FONDEX-а

Назив фонда; датум почетка пословања / принос од почетка (на годишњем нивоу)	Принос за последњих годину дана			
	Ризичност улагања фонда			
	2007	2008	2009	2010
Delta Generali 15.11.2006 / 7,33%	12,08% 7,56%	-9,75% 6,76%	15,20% 2,88%	9,25% 1,45%
Raiffeisen Future 03.01.2007 / 11,26%		4,90% 2,72%	12,14% 1,08%	8,81% 1,69%
DDOR-Garant 10.01.2007 / 7,42%		-7,07% 4,99%	12,66% 2,21%	9,40% 1,26%
Dunav 02.04.2007 / 5,08%		-5,83% 6,27%	15,84% 3,72%	9,40% 1,77%
Delta Generali INDEX (ex Nova penzija) 16.04.2007 / 2,41%		-10,18% 5,99%	13,19% 2,26%	8,55% 0,97%
Triglav penzija 11.09.2007/6,66%		0,46% 5,24%	11,67% 2,34%	9,16% 1,67%
Societe Generale Štednja 06.11.2008 / 12,07%			13,76% 1,75%	9,84% 1,33%
Societe Generale Ekvilibrio 06.11.2008 / 11,16%			12,38% 2,24%	9,12% 1,31%
FONDex 15.11.2006 / 8,30%		-6,88% 6,29%	15,04% 3,21%	9,57% 1,57%

Однос принос-ризик¹⁰ кретао се у складу са променама његових компоненти појединачно. Од почетка пословања фондова кретао се у три фазе. Прва фаза је фаза умереног пада вредности, као последица пада приноса, с тим што је тај пад ублажен и падом ризичности фондова. Интересантно је да су фондови који су у овом периоду преузимали мањи ризик истовремено остваривали веће приносе. Такав однос је очекиван у условима негативних кретања на финансијском тржишту. Међутим, у дугом року (каква је и перспектива добровољних пензијских фондова) и након нормализације прилика на тржишту, овакав однос није уобичајен, и може се очекивати његова промена. Друга је фаза снажног раста вредности са растом приноса уз даљи пад ризика. И трећа фаза је фаза стагнације до које долази као последица стабилизације приноса и ризика током 2010 године.

¹⁰ Вредност показатеља Принос/Ризик се рачуна када се вредност приноса за одређени период подели са вредношћу ризика за исти период.

График 9: Однос приноса и ризика на тржишту ДПФ, хронолошки



Овај однос треба да буде мера успешности система инвестирања и система управљања ризицима у друштву. Фонд који има већу вредност остварује и боље резултате. Поред вредности односа потребно је сагледати и његове компоненте појединачно јер је могуће да два фонда имају различите вредности компоненти а исту вредност односа принос-ризик (већи принос, али и већи ризик). Избор између таква два фонда треба да зависи од толеранције члана ка ризику. Уз претпоставку истог односа избор фонда који има већи принос значи преузимање и већег нивоа ризика, односно могућности да се у условима супротних кретања на тржишту оствари лошији резултат. Инвестиционе политике друштва су те које прописују ограничења улагања и могућу ризичност фонда.

Показатељ односа приноса и ризика има и своја ограничења. Најпре, период на који се односи је кратак и не постоји довољна серија података. Затим, околности у којима су пословали фондови (криза, турбулентно окружење, пад цена на берзи и сл.) остварени резултати нису најбоља основа за одређивање будућих вредности. Односно, фондови који се најконзервативнији, односно који су преузимали најмањи ризик остварили су и највећи принос. И услед слабе ликвидности на Београдској берзи и неразвијеног секундарног трговања трезорским записима, процена волатилности инвестиционих јединица може бити потцењена.

Међународна пракса (Добра пракса система управљања ризицима пензијских фондова – улога Управе и инвестициона политика)

У циљу јачање међународне праксе супервизије пензијских фондова IOPS¹¹ је током 2010. године усвојио бројна документа укључујући и „Добру праксу система управљања ризицима пензијских фондова“. Препоруке IOPS-а истичу улогу менаџмента друштва у процесу управљања ризицима фонда, са посебним освртом на контролу ризика инвестирања, оперативних ризика, као и на механизме праћења ризика пословања друштва и фонда. Друштва треба да успоставе напредан систем управљања ризицима који обухвата стратегије, процесе и процедуре извештавања потребних за утврђивање, процену и анализу, поступање, надгледање и извештавање, на континуираној основи, за све материјално значајне ризике којима је фонд изложен или може бити изложен, на појединачном и агрегатном нивоу.

Систем управљања ризицима треба да је интегрисан у организациону структуру и процесе одлучивања, те да је у складу са природом и величином фонда, као и сложености послова друштва. Управни одбор друштва дефинише и редовно ревидира стратегију за управљање ризицима. Овај процес укључује разумевање ризика којима су фонд и друштво изложени, постављање одговарајућих граница ризичности, као и оквира за мерење, анализу и поступање са ризиком. Управни одбор проверава да ли је систем ефикасан и да ли је омогућена измена или прилагођавање стратегије у случају кад је то неопходно. Стратегија управљања ризицима треба да је документована, искомунцирана на свим нивоима одлучивања у друштву, те да се поступа у складу са њом. У друштву треба да постоји јасна подела одговорности. Функције доношење одлука, њихово извршење и контрола морају бити додељене различитим лицима. Кад су у питању мања друштва, са ограниченим бројем запослених, потпуна расподела задужења и одговорности понекад није могућа, али су неопходне јасни механизми који спречавају сукоб интереса, поготово у случају значајног уступања вршења пословних активности другим лицима.

Ризици улагања су највећи изазов за сваки пензијски фонд, самим тим и кључни елемент у систему управљања ризицима. Инвестициона политика је основни документ и полазна тачка управљања ризицима улагања. Друштво треба да усвоји инвестициону политику која би требало да обухвата: инвестиционе циљеве и прихватљив ниво ризичности улагања имовине фонда, врсте и уделе средстава у портфолију, изложеност према страним валутама, методе вредновања, мерење перформанси и њихово поређење са постављеним циљевима, опис поступка доношења инвестиционих одлука, начин и учесталост измене инвестиционе политике.

¹¹ International organisation of pension supervisors

4. ЗАКЉУЧАК

Оно што карактерише период од прве четири године постојања система добровољних пензијских фондова јесте светска економска криза. Одмах на почетку рада, пензијски фондови били су суочени са кризом на тржишту хартија од вредности и падом животног стандарда становништва. Иако је уплаћено преко 8 милијарди динара приватне пензије, уплате се нису увећавале жељеном динамиком. Пореска ослобађања постоје и увећавају се сваке године са растом цена на мало. С друге стране, тржиште хартија од вредности одликовало се недовољним бројем финансијских инструмената и падом цена и ликвидности акција на Београдској берзи.

Поред неповољних кретања, добровољни пензијски фондови су се врло брзо прилагодили променама. Учешћа ризичних инструмената – акција, је значајно смањено у корист неризичних државних хартија од вредности - обвезница старе девизне штедње и трезорских записа. Ризичност је сведена на минимум, а имовина заштићена од великих губитака. Све то је за последицу имало очување нето вредности имовине чланова фонда и њено увећање. *FONDex* – индекс који представља промену вредности инвестиционих јединица свих фондова није пао испод вредности од 1.000 динара и забележио је далеко боље резултате од других облика колективног инвестирања.

Током 2010. и почетком 2011. године долази до појаве нових инструмената којима се омогућава већа диверсификација улагања. Емитовани су дугорочнији динарски и девизни трезорски записи, а почетком 2011. године и трезорски записи доспећа 2026. године. Прва корпоративна обвезница укључена је на ванберзанско тржиште Београдске берзе, а улагања фондова проширена су и на инострана тржишта. У исто време два велика предузећа, НИС ад Нови Сад и Аеродром Никола Тесла изашли су на листинг „А“ Београдске берзе.

Потенцијал за даљи развој трећег стуба је велики. Са опоравком економије земље и јачањем животног стандарда повећаваће се и ниво уплата у приватне пензијске фондове. Јасни сигнали о неопходности правовремене штедње за старост, упућени грађанима од стране носилаца економске политике, требало би да утичу на бржи развој добровољних пензијских фондова. Такође, јачањем информисаности и едукације становништва о предностима чланства јачаће и свест о потреби да се обезбеде додатни приливи у будућности. Исто тако, уплата у приватне пензије треба да буде значајнији фактор у дијалогу између послодаваца и запослених, чиме би се показала брига о својим запосленима.