

# Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2017. godinu

OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI  
**PBZ CROATIA**  
O S I G U R A N J E

**A-Z**  
OBVEZNI  
mirovinski  
fondovi

**ERSTE PLAVI**   
Mirovinski fondovi

 **Raiffeisen**  
**MIROVINSKI FONDOVI**

## 1. Poslovanje obveznih mirovinskih fondova u 2017. godini

2017. godina bila je šesnaesta godina rada obveznih mirovinskih fondova (dalje u tekstu: OMF) u Republici Hrvatskoj (RH). OMF-ovi, upravljajući imovinom preko 91 milijarde kuna, ostvarili su u protekloj godini prinose svojim članovima od 4,57% u fondovima kategorije A, 3,06% u fondovima kategorije B te 6,08% u fondovima kategorije C. Imovina na osobnim računima osiguranika nastavila je rasti, dijelom zbog kontinuiranih uplata doprinosa, a dijelom zbog ostvarenih prinosa na uložena sredstva.

Gledajući doprinos različitih klasa imovine ostvarenim prinosima, 2017. godina bila je pozitivna za svjetske dioničke burzovne indekse, no ne i za domaće dioničke indekse. Rast dioničkog indeksa Zagrebačke burze iz 2016. godine nastavljen je i u prvom tromjesečju 2017. godine, nakon čega je uslijedio pad po izbijanju krize vezane uz koncern Agrokor. U 2017. godini dionički indeks Zagrebačke burze CROBEX pao je 7,6%, a uzimajući u obzir i isplate od dividende, prinos indeksa u 2017. godini iznosi -5%. Na kraju 2017. godine u domaće dionice hrvatski OMF-ovi kategorije A imali su uloženo 27% neto imovine, dok su fondovi kategorije B imali uloženo oko 11,2% neto imovine. Kriza vezana uz koncern Agrokor, koja je obilježila hrvatsko tržište, nije utjecala na ukupne rezultate OMF-ova u 2017. godini. Nadalje, indeks njemačkog dioničkog tržišta DAX porastao je u 2017. godini za 12,5% dok je indeks dioničkog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama S&P 500 porastao za 19,4%. Hrvatski OMF-ovi kategorije A su na kraju 2017. godine u inozemne dionice imali su uloženo oko 15,6% neto imovine, dok su fondovi kategorije B imali uloženo 11,2% neto imovine. 2017. godinu obilježila je visoka likvidnost u sustavu, okruženje niskih kamatnih stopa u Europi, postepeno podizanje kamatnih stopa od američke centralne banke te povoljna makroekonomska i fiskalna kretanja u Republici Hrvatskoj što je utjecalo i na rast cijena hrvatskih obveznica. Domaći obveznički indeks CROBIS TR (koji uključuje i prinos od kamata) prošle je godine ostvario značajan rast od 6,5%.

Volatilnost fondova kategorije A, mjerena standardnom devijacijom kretanja promjena vrijednosti pripadajućeg indeksa MIREX, bila je niža u 2017. nego u prethodnoj 2016. godini (4,09%) i iznosi 2,39%. Volatilnost fondova kategorije B je u 2017. godini iznosila 2,28%, što je nešto manje nego prethodne godine (2,86%). Volatilnost fondova kategorije C također je bila niža u 2017. nego 2016. godini (2,08%) i iznosi 1,57%. Dakle, volatilnost fondova svih kategorija smanjena je u 2017. godini u odnosu na prethodnu 2016. godinu.

Vezano na konkretnije ulagačke aktivnosti u 2017. godini OMF-ovi su sudjelovali u dokapitalizaciji društva Arena Hospitality Group d.d. u svibnju 2017. godine. U rujnu 2017. godine OMF-ovi su sudjelovali na javnoj ponudi novih dionica društva Sunce Koncern d.d. Nadalje, mirovinski fondovi sudjelovali su i u dokapitalizaciji društva Đuro Đaković Grupa d.d. Osim navedenog, OMF-ovi su aktivno participirali i na sekundarnom tržištu. Tako su povećani udjeli i u društvima Adris grupa d.d., AD Plastik d.d., Hrvatski Telekom d.d., Luka Ploče d.d., Zagrebačka burza d.d. i dr. Nadalje, uzimajući u obzir da je turizam jedna od najbitnijih hrvatskih gospodarskih grana koja ima veliki potencijal za rast i u narednom periodu, tokom 2017. godine nastavila su se ili su u procesu realizacije ulaganja odnosno sudjelovanja u javnim natječajima za stjecanje vlasništva pojedinog OMF-a iznad 10% kao što su ulaganja u društva Stanovi Jadran d.d., Jadran Crikvenica d.d., Hoteli Makarska d.d., Sunce Koncern

d.d., Helios Faros d.d. u stečaju, Vis d.d. u stečaju, Modra Špilja d.d. u stečaju i dr. Kod nekih od spomenutih ulaganja sudjelovalo je više OMF-ova, odnosno OMF-ovi i renomirane turističke kompanije. Nadalje, OMF-ovi predstavljaju ključan čimbenik dugoročnog domaćeg financiranja Republike Hrvatske te su značajni sudionici u svim novim izdanjima kojima je Republika Hrvatska prikupljala novčana sredstva na domaćem i međunarodnim tržištima kapitala.

Što se tiče šireg društvenog okvira, prije svega doprinosa dugoročnoj održivosti mirovinskog sustava, nažalost i u prošloj godini nastavljeni su nepovoljni demografska kretanja te je primjetno iseljavanje radno aktivnog stanovništva, radi čega mirovinska štednja u 2. stupu sve više dobiva na značaju za stabilnost i dugoročnu održivost ukupnog mirovinskog sustava.

Nadzor nad poslovanjem mirovinskih društava te mirovinskih fondova pod njihovim upravljanjem provodi Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Agencija). Osnovni ciljevi nadzora su provjera zakonitosti, procjena sigurnosti i stabilnosti poslovanja mirovinskih društava i fondova, a sve radi zaštite članova mirovinskih fondova, javnog interesa, pridonosa stabilnosti financijskog sustava te promicanja i očuvanja povjerenja u tržište kapitala.

Tijekom 2017. godine društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima su u skladu s regulativom Međunarodni standard financijskog izvještavanja 9: „Financijski instrumenti“ te Pravilnikom o utvrđivanju neto vrijednosti imovine i vrijednosti obračunske jedinice obveznog mirovinskog fonda (NN 128/17) izradila nove poslovne modele za fondove pod upravljanjem koji definiraju način klasifikacije i mjerenja financijske imovine i financijskih obveza za računovodstvene svrhe, a koji će tek u narednoj godini utjecati na vrednovanje imovine OMF-ova.

U 2015. godini društva za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima osnovala su svoju profesionalnu udruhu - Udruhu društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava (UMFO). UMFO je profesionalna, neovisna i neprofitna organizacija čiji je cilj zaštita interesa i promicanje suradnje i partnerstva obveznih i dobrovoljnih mirovinskih društava s ciljem što bolje informiranosti korisnika – članova obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova.

UMFO je u 2017. godini nastavio aktivnu suradnju s Ministarstvom financija kao aktivan član radne skupine za Financijsku pismenost te komunikaciju s ključnim tijelima kao što su HANFA, HUP, HGK, Agencija za odgoj i obrazovanje, Zagrebačka burza, Ekonomski fakultet, PMF i drugi. Tijekom 2017. godine UMFO je surađivao na raznim projektima koje su pokrenule navedene institucije. Glavni fokus bio je na aktivnostima za promicanje financijske pismenosti te je tijekom 2017. odrađeno nekoliko projekata u suradnji s medijskim kućama i predstavnicima sveučilišta.

Financijsko obrazovanje postaje sve potrebnije kako bi građani mogli odgovorno planirati potrošnju i štednju. Veća financijska pismenost od koristi je i korisnicima i pružateljima financijskih usluga. Važan aspekt financijske pismenosti je financijska pismenost za mirovinsko osiguranje s obzirom na dulji životni vijek.

Istraživanje tržišta koje je 2016. godine proveo UMFO u suradnji s agencijom IPSOS pokazuje da građani u mlađim i srednjim godinama nisu skloni planirati životne uvjete u danima umirovljenja, a dvije trećine ili 69% ispitanika smatra da ne posvećuju dovoljno brige životu u mirovini. UMFO već drugu godinu zaredom provodi projekt „Financije za svakoga“. U sklopu navedenog projekta, koji je

UMFO proveo u suradnji s Hanza Medija i Ekonomskim fakultetom, organizirano je sedam radionica u šest gradova na kojima je sudjelovalo više od 350 ljudi, a više od 180.000 čitatelja pratilo je na portalu priloge u kojima su na jednostavan način i s primjerima iz svakodnevnog života objašnjena temeljna financijska pravila. Prema procjenama ukupan doseg projekta bio je veći od 1,2 milijuna ljudi. Čitatelji su tako imali priliku naučiti kako štedjeti za mirovinu i kako učinkovitije upravljati novcem. Tijekom trajanja projekta financijske radionice provedeno je i istraživanje tržišta čiju su rezultati predstavljeni na završnici projekta. Za ovaj projekt UMFO je dobio nagradu Akademije Zagrebačke burze za izuzetan doprinos edukaciji o financijama i tržištu kapitala.

Na dramatičnost demografskog slabljenja stanovništva Republike Hrvatske upućuje da je od 195 država svijeta Republika Hrvatska peta po brzini kojom se smanjuje njezino stanovništvo. U samo jednom desetljeću Republika Hrvatska izgubila je preko 150 tisuća stanovnika. Stopa nataliteta je niska, a suočeni smo i s povećanim iseljavanjem. Prema popisu stanovništva iz 2011. broj stanovnika starijih od 65 godina premašio je broj mlađih od 14 godina. S druge strane omjer umirovljenika na broj zaposlenih prema zadnjim pokazateljima je 1:1,20. Demografska kretanja imaju značajan utjecaj među ostalima i na mirovinski sustav. Stoga je UMFO u suradnji s PMF-om naručio studiju od demografa prof. dr. sc. Stjepana Šterca te je u suradnji s medijskim partnerom Hanza Medija organizirala konferenciju „Demografija – refleksije na mirovinski sustav“. Cilj konferencije je bio osvijestiti ozbiljnost demografskih problema kao središnjega pitanja hrvatske budućnosti te postizanje učinkovitog i sveobuhvatnog odgovora na demografske izazove i njihovu usku povezanost s održivošću mirovinskoga sustava.

UMFO je u suradnji sa Zagrebačkom burzom organizirao šestu po redu konferenciju „Izazov promjene“, koja predstavlja središnje događanje cjelokupne financijske zajednice u Hrvatskoj, ali i u regiji. Konferencija veliku pozornost poklanja globalnim i domaćim ekonomskim i tržišnim kretanjima i u tom kontekstu promatra trendove u Hrvatskoj, kako na tržištu kapitala, tako i u upravljanju imovinom fondova, uz brojne strane predavače iz renomiranih institucija te rasprave u kojima sudjeluju istaknuti hrvatski stručnjaci. Na konferenciji je sudjelovalo 450 sudionika uz 20-tak istaknutih domaćih i stranih govornika i panelista koji su podijelili svoje znanje, iskustvo i ekspertizu iz domene globalnih i europskih ekonomskih i tržišnih kretanja.

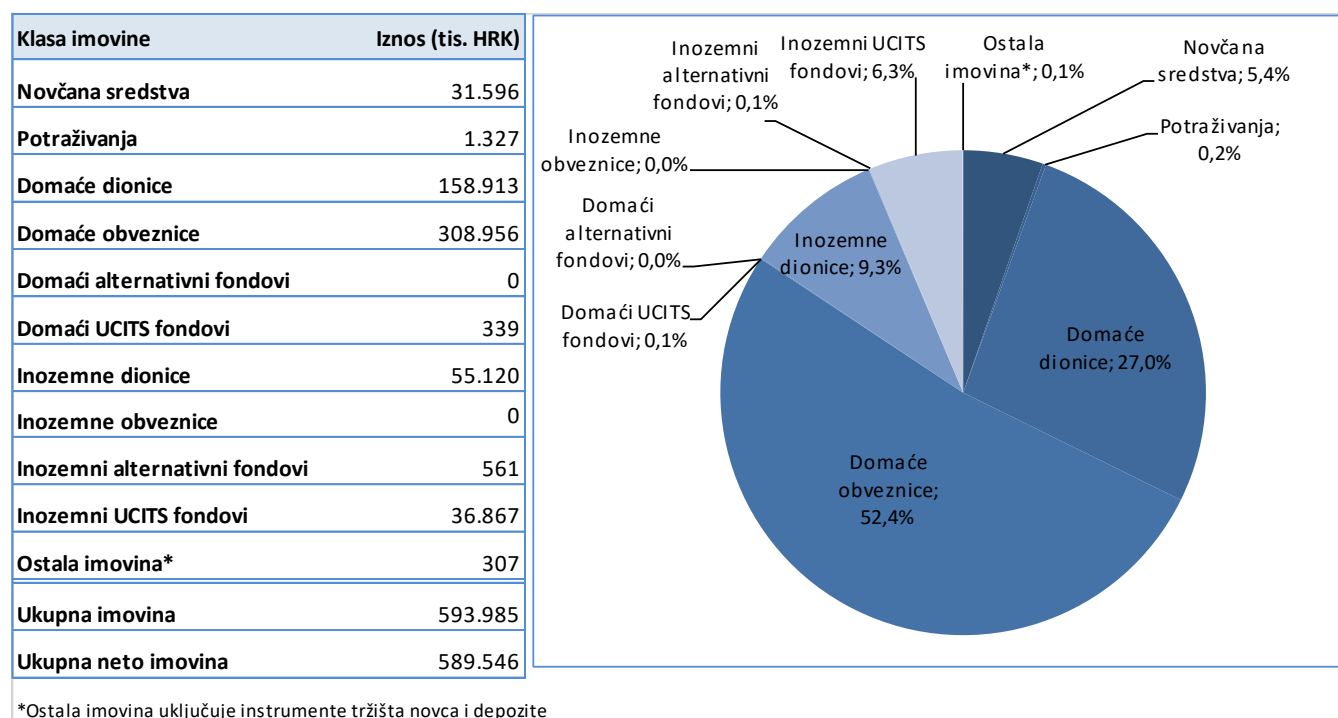
## **2. Imovina i struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova**

Sukladno Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima (Narodne novine, broj 19/2014 i 93/2015; dalje u tekstu: Zakon), obvezni mirovinski fond je zasebna imovina bez pravne osobnosti, koji se kao fond posebne vrste osniva radi prikupljanja novčanih sredstava uplaćivanjem doprinosa članova mirovinskog fonda i ulaganja tih sredstava s ciljem povećanja vrijednosti imovine mirovinskog fonda radi osiguranja isplate mirovinskih davanja članovima mirovinskog fonda, u skladu sa zakonskim odredbama. Ako član mirovinskog fonda umre, a članovi obitelji nemaju pravo na obiteljsku mirovinu prema Zakonu o mirovinskom osiguranju, ukupno kapitalizirana sredstva na računu umrlog člana mirovinskog fonda predmet su nasljeđivanja prema zakonu koji uređuje pravo nasljeđivanja.

Neto imovina pod upravljanjem OMF-ova na dan 31.12.2017. iznosila je 91.924.545.104,9 HRK, dok je na dan 31.12.2016. iznosila 84.179.364.743,87 HRK što je porast od 9,2% u godinu dana. Od ukupne neto imovine OMF-ova tek 0,64%, tj. 589.546.150,66 HRK čini imovina fondova kategorije A te 4,31%, tj. 3.960.195.910,63 HRK je imovina fondova kategorije C, dok najveći dio, čak 95,05%, tj. 87.374.803.043,61 HRK čini imovina fondova kategorije B.

## 2.1 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije A

Slika 1: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije A na dan 31.12.2017. godine

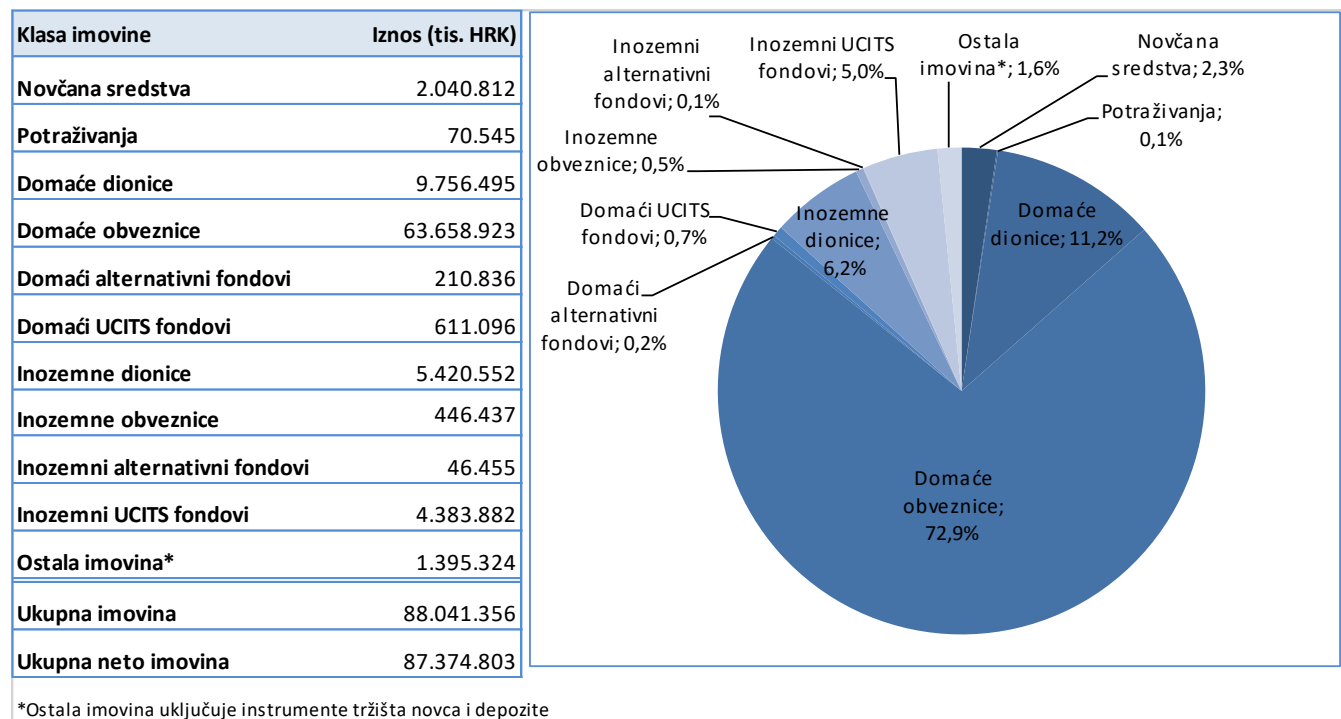


Izvor: HANFA

Obvezni mirovinski fondovi kategorije A, namijenjeni mlađim članovima i onima koji preferiraju nešto rizičniju imovinu, koja posljedično, u dužem roku, može osigurati i veće prinose, kako je vidljivo iz slike 1, ulagali su oko 52,4% sredstava u domaće državne i korporativne obveznice te oko 42,6% u domaće i inozemne dionice. U ovoj kategoriji OMF-ova maksimalna dozvoljena izloženost dioničkom tržištu (kroz direktna ulaganja u dionice ili indirektno putem investicijskih fondova koji ulažu u dionice) iznosi 55%.

## 2.2 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije B

Slika 2: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije B na dan 31.12.2017. godine.

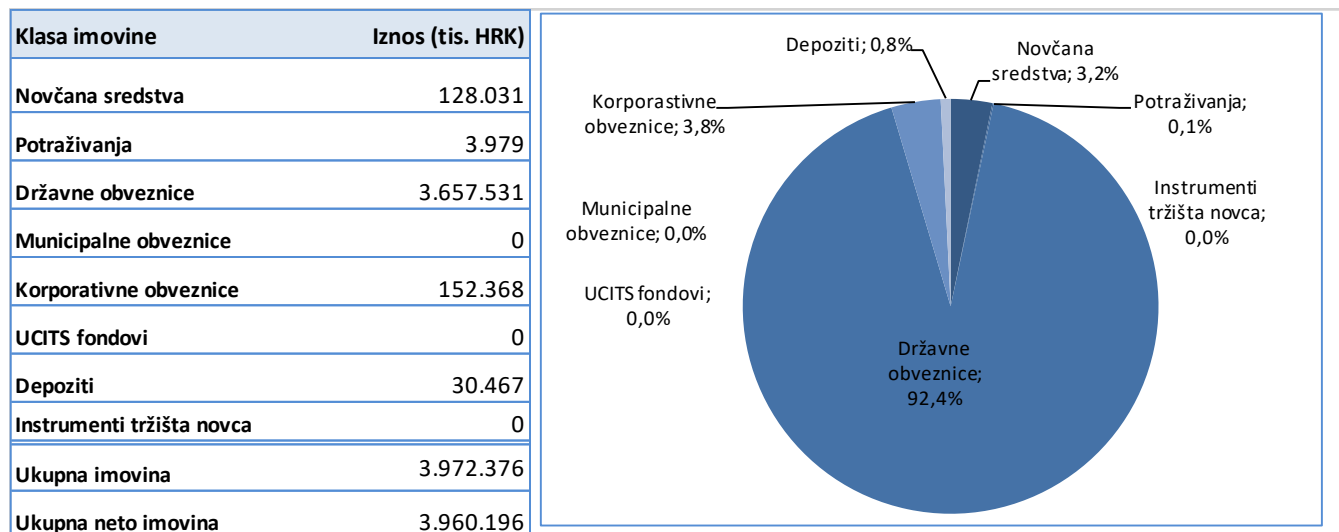


Izvor: HANFA

Obvezni mirovinski fondovi kategorije B, slijednici su jedinstvenih obveznih mirovinskih fondova od prije vremena uvođenja kategorija A, B i C te sukladno tome kategorija obveznih mirovinskih fondova u kojoj je daleko najviše članstva i imovine. Kako je vidljivo iz slike 2, OMF-ovi kategorije B ulagali su oko 72,9% sredstava u domaće državne i korporativne obveznice te oko 22,4% u domaće i inozemne dionice. U ovoj kategoriji OMF-ova maksimalno dozvoljena izloženost dioničkom tržištu po Zakonu (kroz direktna ulaganja u dionice ili indirektno putem investicijskih fondova koji ulažu u dionice) iznosi 35%. Razlog velikoj izloženosti obveznicama Republike Hrvatske su postojeći zakonski limiti ulaganja, ali i premali broj projekata pripremljenih na način da zadovoljavaju zakonske uvjete da bi mirovinski fondovi mogli u njih ulagati. Uz maksimalnu dozvoljenu izloženost dioničkom tržištu od 35%, ostatak portfelja od 65% moguće je razumno uložiti u domaće državne obveznice, jer instrumenti novčanih tržišta trenutno ne nude zadovoljavajuće prinose, kao ni obveznice drugih članica EU.

## 2.3 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije C

Slika 3: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije C na dan 31.12.2017. godine



Izvor: HANFA

Obvezni mirovinski fondovi kategorije C namijenjeni su članovima koji su najbliže umirovljenju, osobama kojima je do starosne mirovine ostalo manje od 5 godina te je njihova sklonost rizicima, sukladno tome, najmanja. U ovoj kategoriji OMF-ova potpuno je zabranjeno ulaganje u dioničko tržište, odnosno dozvoljeno je jedino ulaganje u obveznice i investicijske fondove koji ulažu u obveznice te u instrumente novčanog tržišta. Kako je vidljivo iz slike 3, fondovi kategorije C ulagali su gotovo isključivo u domaće državne obveznice te u manjoj mjeri u domaće korporativne obveznice.

## 3. Vrednovanje imovine mirovinskih fondova

### 3.1 Vrednovanje finansijskih instrumenata kojima se trguje na aktivnom tržištu

Financijski instrumenti koji se nalaze u portfeljima mirovinskih fondova procjenjuju se po fer vrijednosti, ako se njima trguje na aktivnom tržištu. Društva moraju odrediti primarni izvor cijene za vrednovanje te sekundarni izvor cijene za vrednovanje, u slučaju da ne postoji cijena na primarnom tržištu.

Fer vrijednost vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje u Republici Hrvatskoj na aktivnom tržištu izračunava se primjenom prosječne cijene trgovanja ponderirane količinom vrijednosnih papira protrgovanih na uređenom tržištu. Za fer vrijednost vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje u drugoj državi članici EU ili državi članici OECD-a na aktivnom tržištu uzima se zadnja cijena trgovanja koja se objavljuje na službenim finansijsko-informacijskim servisima.

Fer vrijednost prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca kojima se trguje u

Republici Hrvatskoj na aktivnom tržištu izračunava se primjenom prosječne cijene trgovanja ponderirane količinom vrijednosnih papira te prijavljenih transakcija van uređenog tržišta, tj. na OTC tržištu gdje se transakcije dogovaraju između institucionalnih investitora. Instrumenti tržišta novca čiji je izdavatelj Republika Hrvatska mogu se vrednovati i metodom amortiziranog troška primjenom metode efektivne kamatne stope.

Za fer vrijednost dužničkih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca kojima se trguje u drugoj državi članici EU ili državi članici OECD-a na aktivnom tržištu uzima se zadnja cijena trgovanja koja se objavljuje na službenim financijsko-informacijskim servisima. U slučaju da pojedini instrument tržišta novca nema primjerenu cijenu na službenim financijsko-informacijskim servisima, njegova fer vrijednost može se odrediti i metodom amortiziranog troška primjenom metode efektivne kamatne stope.

Društva za vrednovanje nekog dužničkog vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca kojima se trguje u drugoj državi članici EU ili državi članici OECD-a na aktivnom tržištu mogu koristiti i drugu cijenu, npr., cijenu dobivenu na osnovu modela, ako procijene da cijena na službenim financijsko-informacijskim servisima ne predstavlja fer vrijednost tog prenosivog vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca.

UCITS fondovi, otvoreni alternativni fondovi (AIF) ili otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom koji imaju odobrenje za rad u državi članici OECD-a vrednuju se po cijenama udjela, a koje objavljuju društva za upravljanje navedenih fondova. Dionice zatvorenih alternativnih investicijskih fondova te udjeli ili dionice ETF-ova vrednuju se na isti način kao i prenosivi vlasnički vrijednosni papiri. Poslovni udjeli zatvorenog alternativnog investicijskog fonda procjenjuju se tehnikama vrednovanja.

### **3.2 Vrednovanje financijskih instrumenata kojima se ne trguje na aktivnom tržištu**

U slučaju da se financijskim instrumentima ne trguje na aktivnom tržištu prema propisanim kriterijima tj. uvjetima za aktivno tržište, isti se vrednuju tehnikama procjene. Kriteriji za aktivno tržište dani su pravilnikom kojeg je propisala Agencija:

- prenosivim vlasničkim vrijednosnim papirima mora se trgovati najmanje 20 trgovinskih dana u tromjesečnom razdoblju (relevantni dani su oni kada je minimalni ukupni volumen transakcija na tržištu bio 5.000 HRK),
- prenosivim dužničkim vrijednosnim papirima i instrumentima tržišta novca kojima se trguje u Republici Hrvatskoj, mora se trgovati najmanje 15 trgovinskih dana u tromjesečnom razdoblju (relevantni dani koji se ubrajaju su dani kada je minimalni ukupni volumen transakcija na tržištu bio 50.000 HRK za korporativne papire te 100.000 HRK za državne i municipalne papire).

Društva jednom mjesečno procjenjuju zadovoljavaju li prenosivi vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca te izvedeni financijski instrumenti uvjete aktivnog tržišta, i to na kraju svakog kalendarskog mjeseca za prethodna tri mjeseca.



### **3.3 Vrednovanje ostale imovine**

Fer vrijednost spot transakcija utvrđuje se izračunom razlike između ugovorenog tečaja i srednjeg tečaja Hrvatske narodne banke na dan vrednovanja imovine mirovinskog fonda.

Obveze koje proizlaze iz repo ugovora (primljena novčana sredstva) vrednuju se po amortiziranom trošku primjenom metode efektivne kamatne stope, dok se vrijednosni papir koji služi kao kolateral i dalje vrednuje u imovini mirovinskog fonda u skladu s pravilima vrednovanja tog vrijednosnog papira.

Financijske izvedenice vrednuju se po javno dostupnoj dnevnoj cijeni obračuna na uređenim tržištima ili službenim financijsko-informacijskim servisima. Devizne terminske transakcije vrednuju se prema modelu korištenjem srednjih tečajeva Hrvatske narodne banke i referentnih kamatnih stopa za valute koje su predmet transakcije.

Financijska imovina klasificirana kao zajmovi i potraživanja, kao i ulaganja koja se drže do dospijea, vrednuju se po amortiziranom trošku primjenom metode efektivne kamatne stope ostvarene prilikom svakog pojedinačnog ulaganja.

### **3.4 Tehnike procjene imovine**

Društva za procjenu fer vrijednosti financijskih instrumenata kojima se trguje na neaktivnim tržištima koriste više metoda za vrednovanje koje su u skladu s važećim međunarodnim računovodstvenim standardima i pozitivnim zakonskim propisima važećim u Republici Hrvatskoj.

Odabir metode procjene pojedinog financijskog instrumenta ovisi o prevladavajućim okolnostima vezanim uz isti te dostupnosti podataka za pojedinu metodu procjene, a moguća je i uporaba kombinacije bilo kojih od prethodno navedenih tehnika procjene. Pretpostavke koje će se uzeti u obzir prilikom primjena tehnika vrednovanja moraju biti nepristrane, odnosno objektivne te odgovarati poslovnoj praksi, odnosno standardu industrije. Prilikom primjene određene tehnike vrednovanja koriste se primjereni, opći dostupni i relevantni ulazni podaci iz pouzdanih izvora, a u što manjoj mjeri podaci koji nisu javno dostupni te specifični za pojedinog izdavatelja.

Ponovnim aktiviranjem trgovanja i ispunjenjem uvjeta aktivnog tržišta za neki financijski instrument, isti se počinje vrednovati sukladno pravilima vrednovanja za aktivno tržište.

Metode za vrednovanje financijskih instrumenata kojima se trguje na neaktivnom tržištu definirane su internim aktima svakog od društava za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima.

### **3.5 Ocjena metoda vrednovanja imovine**

Mirovinska društva su aktivno sudjelovala u postupku savjetovanja prilikom izrade pravilnika koji propisuje vrednovanje imovine mirovinskih fondova te smatraju da je postojeći način vrednovanja imovine mirovinskih fondova primjeren i da u najboljoj mjeri odražava fer vrijednosti pojedinih financijskih instrumenata, posebno onih koji su uvršteni na domaće uređeno tržište.

S obzirom da velik dio imovine obveznih mirovinskih fondova čine obveznice Republike Hrvatske kojima se trguje na domaćem uređenom tržištu, u proteklom razdoblju rada mirovinskih fondova, tj. od

2002. godine, s velikom pozornošću se pristupalo odabiru optimalne metodologije vrednovanja navedenih obveznica.

Dosadašnja praksa je pokazala da je navedena metodologija primjerena obzirom na sljedeće činjenice:

- postojeće cijene vrednovanja obveznica predstavljaju fer cijenu trgovanja između institucionalnih investitora i rezultat su uobičajene prakse na tržištu gdje jedna strana preuzima ulogu održavatelja tržišta (uglavnom banke i velike brokerske kuće), dok druga strana ima ulogu klijenta (mirovinski i investicijski fondovi, osiguravatelji i drugi institucionalni investitori te velika poduzeća,
- svi institucionalni investitori imaju zakonsku obvezu trgovanja po fer cijenama,
- cijene pojedinih transakcija se ponderiraju količinama što uzrokuje uravnoteženje konačnih cijena za vrednovanje te ograničava utjecaj manjih transakcija,
- u slučaju da se nekom državnom obveznicom ne trguje na aktivnom tržištu, koristi se procjena cijene sa službenog financijsko-informacijskog servisa.

### **3.6 Izmjene propisa koji uređuju vrednovanje imovine i umanjenje imovine sukladno MSFI 9**

Početak 2018. godine počeo se primjenjivati Međunarodni standard financijskog izvještavanja 9: „Financijski instrumenti“ (dalje u tekstu: MSFI 9), a njegova primjena regulirana je nizom pravilnika koje propisuje HANFA. Novi standard propisuje da su društva za upravljanje OMF-ovima dužna odrediti nove poslovne modele za fondove koji definiraju način klasifikacije i mjerenja financijske imovine i financijskih obveza za računovodstvene svrhe.

U odnosu na prethodni pravilnik kojim se uređivalo vrednovanje imovine OMF-ova, nije bilo značajnijih izmjena u načinu vrednovanja pojedinih financijskih instrumenata u portfeljima OMF-ova. Novi Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine i vrijednosti obračunske jedinice obveznog mirovinskog fonda (NN 128/17), koji se primjenjuje od 1. siječnja 2018. godine, standardizirao je način vrednovanja pojedinih instrumenata te dodatno propisao postupke za one instrumente kojima se ne trguje na aktivnom tržištu kao što je procjena utjecaja na vrijednost imovine fonda te slučajevi u kojima se dogodila obustava trgovanja s pojedinim instrumentom.

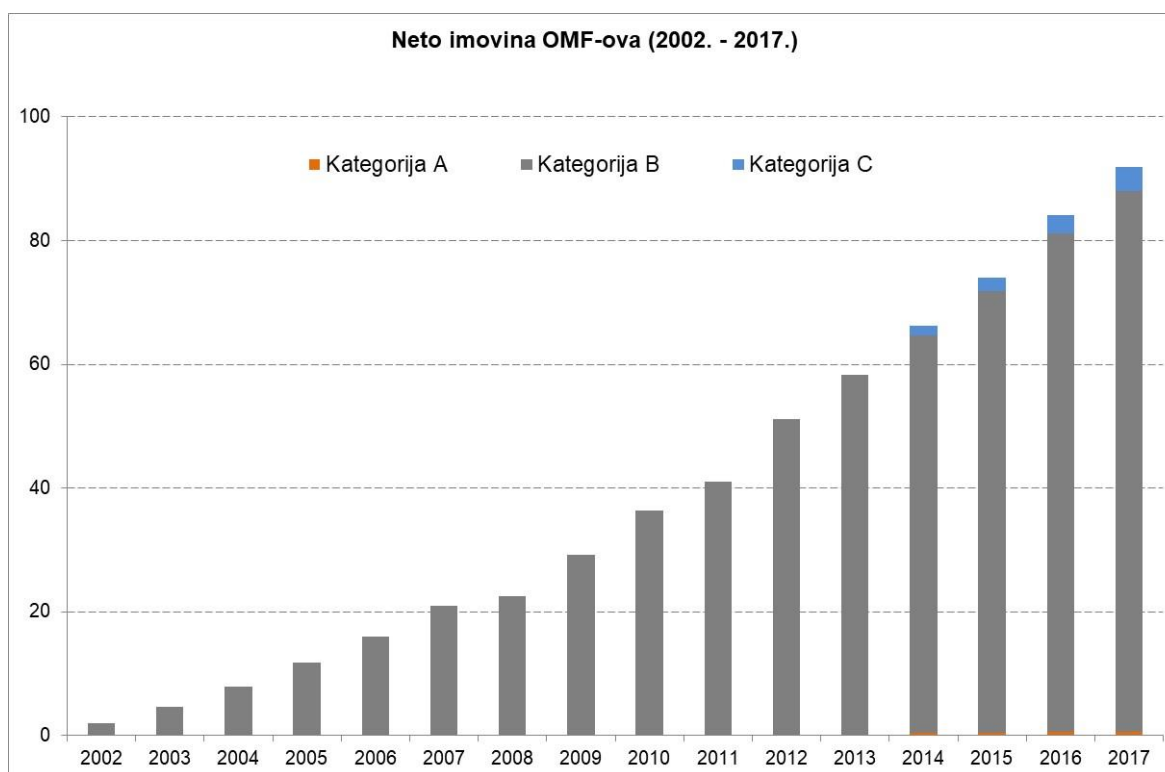
Najveći utjecaj novog standarda MSFI 9 na vrednovanje imovine vidljiv je kod umanjenja dužničkih instrumenata koji se drže u poslovnim modelima držanja radi naplate te držanja radi naplate i prodaje. Naime, za slučajeve pogoršanja kreditnog rizika izdavatelja pojedinih dužničkih instrumenata u navedenim poslovnim modelima, društvima je dana mogućnost da u potpunosti primjene novi standard prilikom izrade kreditnih analiza uz provođenje umanjenja vrijednosti imovine za slučaj pogoršanja kreditnog rizika bez odgode ili da primjene dosadašnji način umanjenja koji se provodi isključivo kod postojanja objektivnih dokaza o umanjenju. S obzirom da svi dužnički instrumenti koji se nalaze u imovini OMF-ova moraju biti uvršteni na uređeno tržište te je za slučaj aktivnog tržišta poznata njihova cijena koja u principu odražava i kreditni rizik izdavatelja, društva za upravljanje OMF-ovima smatraju da je dosadašnja metoda umanjenja primjerenija prilikom vrednovanja imovine fondova. Za slučaj da se nekim dužničkim instrumentom ne trguje na aktivnom tržištu, društva su u

obvezi izraditi procjene vrijednosti takvih instrumenata što uključuje i kreditni rizik izdavatelja te su stoga svi elementi novog standarda MSFI 9 zadovoljeni.

#### 4. Rezultati poslovanja obveznih mirovinskih fondova

Na kraju 2017. godine neto imovina OMF-ova dosegla je 92 milijarde HRK uz porast na godišnjoj razini od 9,2%. Neto mirovinski doprinosi uplaćeni u 2. stup u 2017. godini iznosili su 5,7 milijardi HRK, dok su isplate iz 2. stupa iznosile 659 milijuna HRK, a obvezni mirovinski fondovi su u 2017. godini svojim članovima zaradili 2,73 milijardi HRK. U 2017. godini ukupna uplata neto mirovinskih doprinosa u 2. stup veća je za 6,09% u odnosu na prethodnu godinu. Kretanje neto imovine OMF-ova u periodu od osnivanja do kraja 2017. prikazano je na slici 4 i u tablici 1.

Slika 4: Kretanje neto imovine obveznih mirovinskih fondova od početka rada



Izvor: HANFA

Tablica 1: Neto imovina obveznih mirovinskih fondova po kategorijama (u mil. kuna)

Datum	Kategorija A	Kategorija B	Kategorija C	Ukupno
31.12.2005		11.714		<b>11.714</b>
31.12.2006		15.919		<b>15.919</b>
31.12.2007		21.002		<b>21.002</b>
31.12.2008		22.591		<b>22.591</b>
31.12.2009		29.265		<b>29.265</b>
31.12.2010		36.328		<b>36.328</b>
31.12.2011		41.067		<b>41.067</b>
31.12.2012		51.134		<b>51.134</b>
31.12.2013		58.238		<b>58.238</b>
31.12.2014	354	64.351	1.577	<b>66.282</b>
31.12.2015	417	71.352	2.236	<b>74.005</b>
31.12.2016	506	80.624	3.049	<b>84.179</b>
31.12.2017	590	87.375	3.960	<b>91.925</b>

Izvor: HANFA

#### 4.1 Prinosi obveznih mirovinskih fondova

Prinosi OMF-ova, prikazani putem referentnih indeksa za pojedine kategorije fondova (MIREX A, MIREX B i MIREX C), u 2017. godini i od njihovog početka rada dani su u tablici 2.

Tablica 2: Prinosi obveznih mirovinskih fondova prikazani putem indeksa MIREX

	Prinos u 2017. godini	Prinos od početka rada*
<b>MIREX A</b>	4,57%	8,95%
<b>MIREX B</b>	3,06%	5,76%
<b>MIREX C</b>	6,08%	6,93%

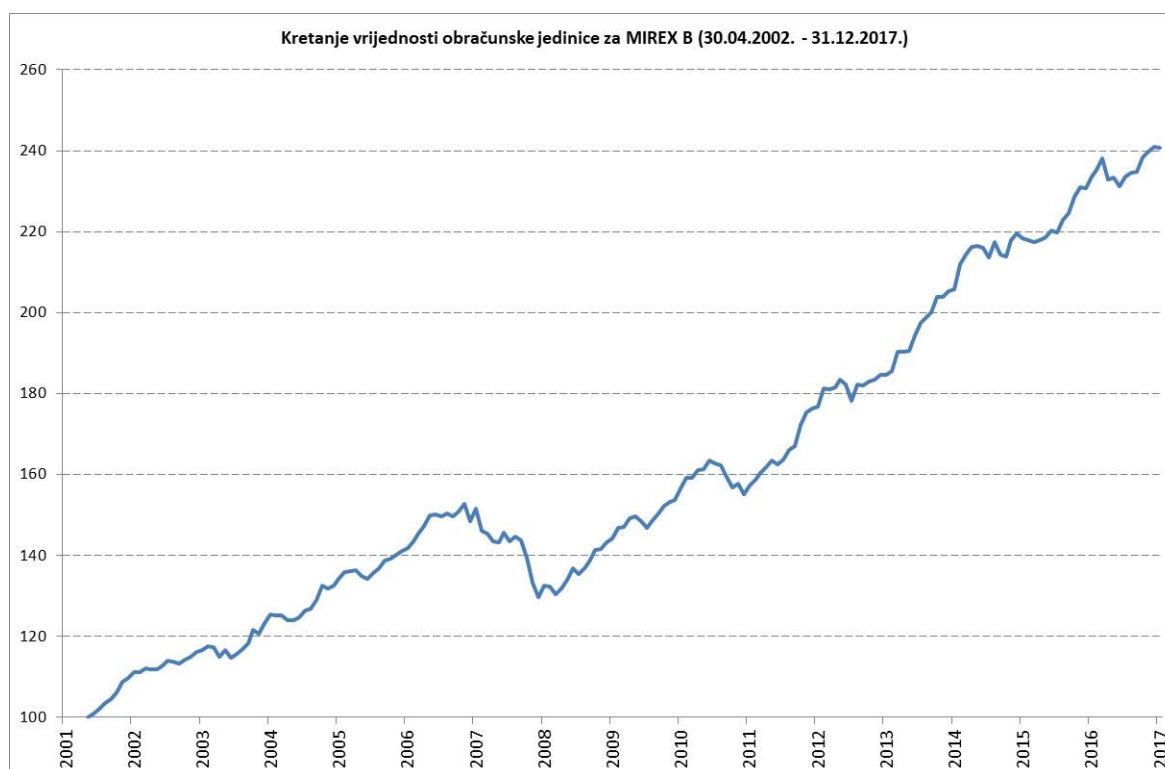
Izvor: HANFA

\* prinos na godišnjoj razini

U 2017. godini najveće prinose su ostvarili OMF-ovi kategorije C, dok su najniže prinose ostvarili OMF-ovi kategorije B. S obzirom da fondovi kategorija A i C posluju tek od kraja kolovoza 2014. godine prerano je dati ocjenu ostvarenih prinosa OMF-ova tih kategorija kroz duža razdoblja, tj. od njihovog osnutka. Međutim, nakon nešto više od tri godine rada fondova kategorije A i C vidimo da je prinos od početka rada fondova kategorije A nešto veći od fondova kategorije C, a što odražava i njihova povećana rizičnost.

Na slici 5 prikazano je kretanje vrijednosti indeksa MIREX B, koji predstavlja prosječnu vrijednost OMF-ova kategorije B, a na kojem je vidljivo da je od početka rada njezina vrijednost i više nego udvostručena.

Slika 5: Kretanje vrijednosti indeksa MIREX B

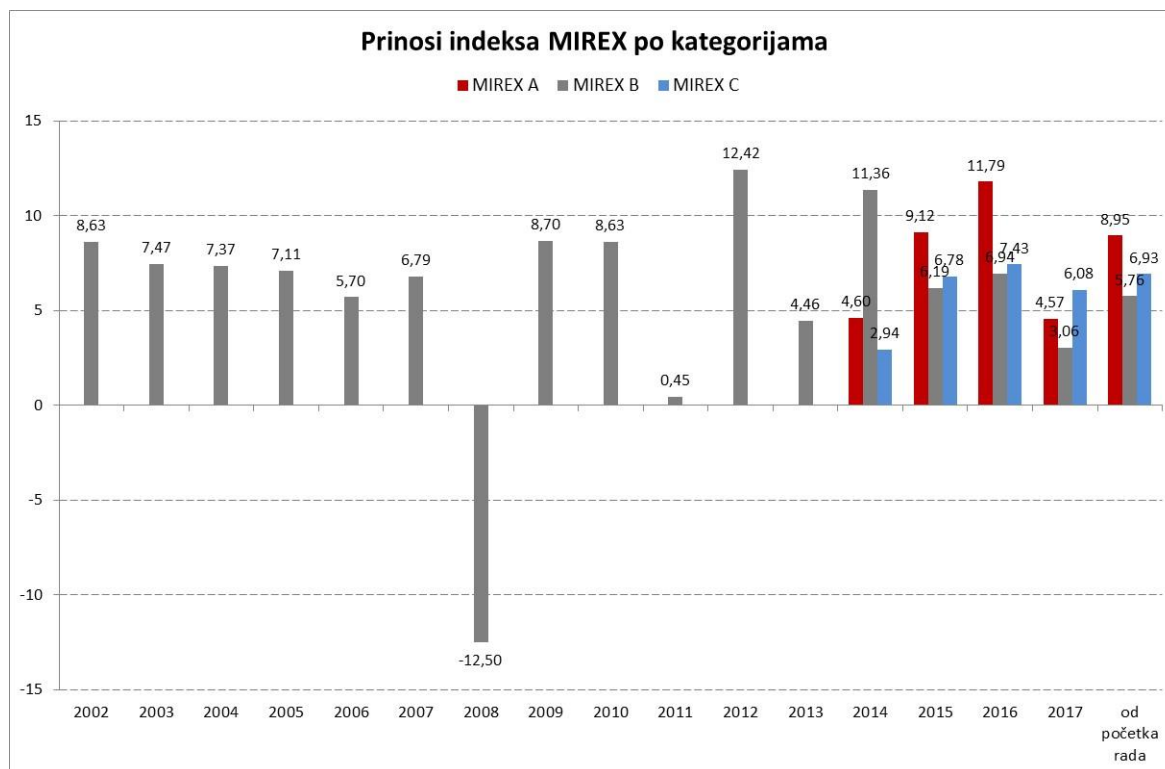


Izvor: HANFA

Prosječan godišnji prinos indeksa MIREX B u periodu od početka rada do kraja 2017. godine iznosi 5,76% što upućuje na ispunjavanje ključnih ciljeva mirovinske reforme – osiguravanje sigurnosti uplaćenih sredstava članova te postizanje prinosa koji će uvećati mirovinsku štednju. Na samom početku provođenja mirovinske reforme 2002. godine optimistične prognoze govorele su o mogućim prinosima OMF-ova od 2% iznad stope inflacije. Hrvatski OMF-ovi i dalje ostvaruju bolje rezultate od očekivanja, tj. prosjek godišnjih realnih prinosa OMF-ova kategorije B u periodu od osnivanja do kraja 2017. godine iznosi 3,76%.

Prinos indeksa MIREX A od početka rada 21. kolovoza 2014. godine do kraja 2017. godine, izražen na godišnjoj razini, iznosio je 8,95% dok je odgovarajući prinos za MIREX C iznosio 6,93%. Na slici 6 prikazani su prinosi indeksa MIREX za pojedinu kategoriju fondova po pojedinim godinama rada kao i od početka rada.

Slika 6: Godišnji prinosi indeksa MIREX za kategorije A, B i C



Izvor: HANFA

Uspoređujući hrvatske mirovinske fondove s mirovinskim fondovima iz drugih država (Tablica 3: Realni prinosi mirovinskih fondova) vidljivo je da je prosjek ostvarenih godišnjih realnih prinosa hrvatskih mirovinskih fondova kategorije B među najboljima.

Tablica 3: Realni prinosi mirovinskih fondova u pojedinim državama na kraju 2016. godine kroz razdoblje od 10 godina

Država	Desetogodišnji prosječni realni prinos (2006. – 2016.)	Država	Desetogodišnji prosječni realni prinos (2006. – 2016.)
Danska	3,80	Južna Koreja	1,80
Nizozemska	3,80	Italija	1,50
Izrael	3,60	Portugal	1,20
Kanada	3,50	Luksemburg	0,90
<b>Hrvatska</b>	<b>3,20</b>	Austrija	0,50
Norveška	2,90	Island	0,30
Australia	2,90	Češka	-0,20
Belgija	2,60	SAD	-0,30
Švicarska	2,40	Slovačka	-0,40
Turska	2,30	Bugarska	-0,50
Čile	1,80	Latvija	-0,60
Meksiko	1,80	Estonija	-1,80

Izvor: OECD Global Pension Statistics.

Zarade hrvatskih OMF-ova u 2017. godini iznosile su ukupno za sve fondove 2,73 milijardi kuna.

Tablica 4: Zarade obveznih mirovinskih fondova po kategorijama u 2017. godini

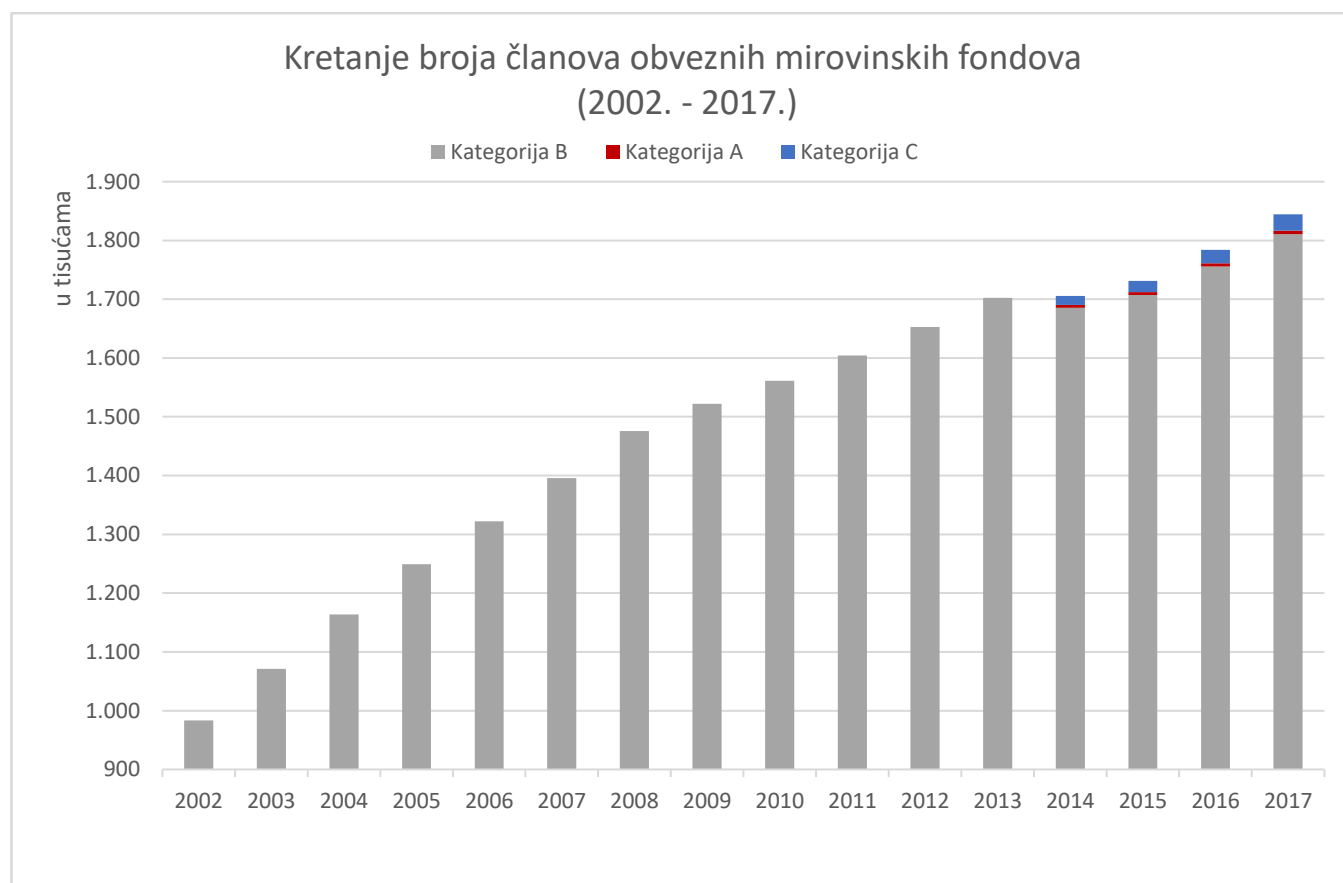
	Zarada fondova (mil. HRK)
OMF-ovi kategorije A	24,38
OMF-ovi kategorije B	2.498,49
OMF-ovi kategorije C	211,75
<b>Ukupno</b>	<b>2.734,62</b>

Najveći doprinos zaradama OMF-ova u 2017. godini ostvaren je kroz ulaganja u domaće državne obveznice te inozemne dionice.

## 5. Članovi obveznih mirovinskih fondova

Krajem 2017. godine u obveznim mirovinskim fondovima nalazilo se ukupno 1.844.272 članova. Prosječan godišnji rast broja članova iznosi oko 4,3 posto u periodu od osnivanja do kraja 2017. godine. Na slici 7 prikazano je kretanje broja članova obveznih mirovinskih fondova od početka rada OMF-ova.

Slika 7: Kretanje broja članova obveznih mirovinskih fondova od početka rada



Izvor: HANFA

Pozitivna kretanja u gospodarstvu odrazila su se i na uplate naših članova tako da su ukupne uplate po društvima za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima rasle u rasponu od 5,1% do 8,4% posto u 2017. godini u odnosu na prethodnu. Međutim, još je uvijek dosta veliki postotak članova koji nisu imali uplate u 2016. i 2017. godini, a ovisno o pojedinom društvu taj se broj kreće oko 20%. S obzirom da se u tu grupu ubrajaju i članovi koji su radili preko student servisa, ugovora o djelu te oni koji za svoj rad nisu primali plaću, očekujemo da će se njihovi računi puniti u budućnosti. Što se tiče izlazaka članova, navedeni brojevi su još uvijek relativno mali u odnosu na ukupno članstvo.



Tablica 5: Uplate, izlasci i promjene članstva u obveznim mirovinskim fondovima

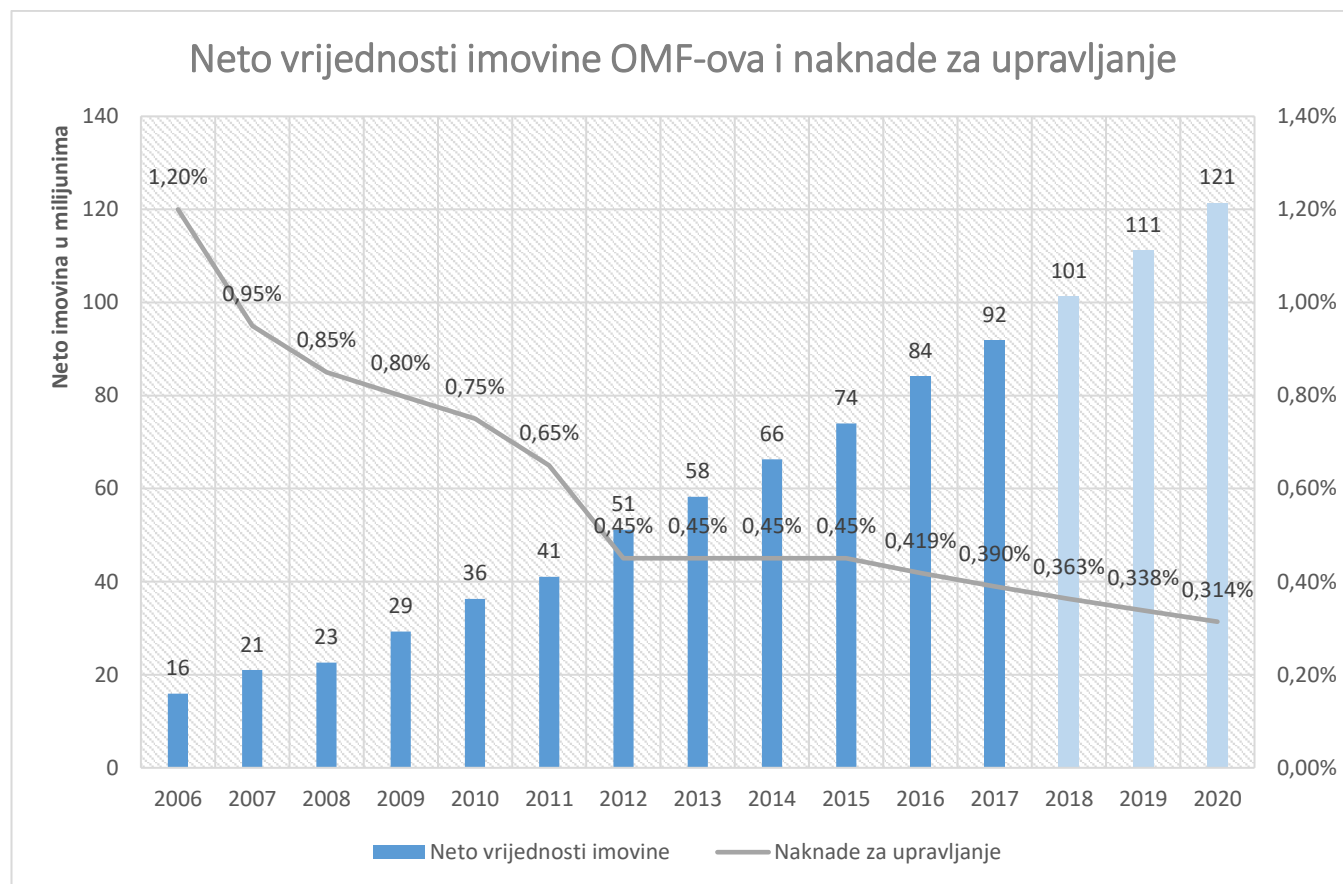
		Allianz ZB d.o.o.	Erste d.o.o.	PBZ-CO d.d.	Raiffeisen d.d.
Prosječna mjesečna uplata u 000 kn	2016	169.225	62.994	78.205	134.452
	2017	177.789	68.259	84.056	141.852
	promjena %	5,1%	8,4%	7,5%	5,5%
Ukupna uplata u 000 kn	2016	2.030.702	755.934	938.465	1.613.429
	2017	2.133.464	819.113	1.008.667	1.702.220
	promjena %	5,1%	8,4%	7,5%	5,5%
Uplata po članu	2016	271,3	223,3	244,6	250,3
	2017	279,0	229,9	251,4	257,7
	promjena %	2,8%	3,0%	2,8%	3,0%
Broj članova bez uplata	2016	19,8%	21,2%	20,9%	20,5%
	2017	20,0%	20,2%	19,8%	21,1%
	promjena %	1,0%	-5,0%	-5,0%	2,8%
Ukupni izlasci članova po osnovi odlaska u mirovinu		1.694	623	819	1.665
Prelasci iz fonda B u C po sili Zakona		2.875	869	1.294	2.592

## 6. Naknade i zarade društava za upravljanje

Mirovinsko društvo radi pokrića svojih troškova može, sukladno zakonskim odredbama, zaračunati ulaznu, upravljačku i izlaznu naknadu. Ulazna naknada može iznositi najviše 0,8 posto od uplaćenih doprinosa, a po toj osnovi Društva su u 2017. godini prihodovala naknadu u rasponu od 0,7% do 0,8%.

U 2017. godini naknada za upravljanje iznosila je 0,39% godišnje od osnovice, tj. od ukupne imovine fonda umanjene za obveze spram ulaganja, a za svaku daljnju godinu stopa naknade se smanjuje za 7%. Stoga naknada za upravljanje OMF-ova za 2018. godinu iznosi 0,363% od osnovice. Naknada za upravljanje smanjivala se tijekom godina kako je rasla imovina OMF-ova. Slika 8 prikazuje kretanje neto vrijednosti imovine obveznih mirovinskih fondova i naknade za upravljanje u posljednjih jedanaest godina te projekciju kretanja u slijedeće tri godine uz zakonom određeno smanjenje upravljačke naknade.

Slika 8: Neto vrijednost imovine obveznih mirovinskih fondova i naknade za upravljanje



Izlazna naknada naplaćuje se u prve tri godine članstva prilikom promjene društva za upravljanje. Ako se radi o promjeni u prvoj godini članstva naknada iznosi 0,8% od ukupne imovine na osobnom računu člana, u drugoj godini 0,4%, a u trećoj 0,2%. Članovi mogu promijeniti kategoriju fonda bez plaćanja naknade za izlaz jednom u tri godine i to u godini u kojoj će napuniti godine života koje su višekratnik broja tri te u mjesecu u kojemu su rođeni.

Imovina OMF-a može biti terećena i za naknadu depozitaru te za troškove, provizije ili pristojbe vezane uz stjecanje ili prodaju imovine OMF-a, uključujući i troškove radi zaštite odnosno očuvanja imovine. Naknada depozitaru ne može biti viša od 0,1% od prosječne godišnje neto vrijednosti OMF-a, a Agencija svake godine odlukom utvrđuje visinu naknade depozitaru za narednu kalendarsku godinu. Tako je za 2017. godinu Agencija donijela odluku o najvišoj naknadi u visini 0,035% od osnovice, tj. od ukupne imovine fonda umanjene za obveze spram ulaganja. Naknada depozitaru koja je teretila imovinu obveznih mirovinskih fondova u 2017. godini u prosjeku je smanjena u odnosu na prethodnu godinu i kretala se u rasponu od 0,02% do 0,025% od osnovice.

Prema dostupnim informacijama hrvatski OMF-ovi spadaju među najjeftinije pružatelje ove usluge u srednjoj i istočnoj Europi (tablica 6), a također prema ostvarenim prinosima spadaju među najuspješnije u istoj grupi zemalja (tablica 3).

Tablica 6: Naknade koje naplaćuju mirovinski fondovi u različitim zemljama

Država	Naknada za upravljanje	Ulazna naknada	Naknada za uspješnost
Poljska	0,38%	0,11%	0,03%
Hrvatska	<b>0,39%</b>	<b>0,80%</b>	-
Mađarska	0,53%	-	-
Makedonija	0,53%	0,72%	-
Slovačka	0,59%	0,11%	0,19%
Turska	0,71%	0,27%	-
Bugarska	0,79%	0,70%	0,08%
Španjolska	1,08%	-	-
Estonija	1,73%	-	-

Za razliku od ostalih zemalja, hrvatska društva koja upravljaju OMF-ovima imaju obvezu plaćanja troškova REGOS-a i Agencije, tj. isti se plaćaju iz prihoda društava za upravljanje, a ne iz imovine fondova. Visina naknade za REGOS određena je u iznosu od 2,50 kn mjesečno po članu OMF-a.

Tijekom 2017. godine naknada Agenciji iznosila je 0,33‰ (tisućinki) računano od osnovice, tj. od ukupne vrijednosti imovine OMF-a umanjene za obveze spram ulaganja. Odlukom o oslobađanju plaćanja naknade u određenom periodu Agencija je subjekte nadzora izuzela od mjesečnog plaćanja naknade za mjesec rujan 2017. godine te je dodatno za 20% smanjila naknadu za mjesec listopad, a što je dovelo do određenih ušteda.

Da bi usporedba naknada za upravljanje po zemljama bila primjerenija, potrebno je naknadu hrvatskih OMF-ova ispraviti za trošak REGOS-a i Agencije. U tom bi slučaju naknada za upravljanje koju Društva uprihode za 2017. godinu iznosila 0,30%.

U nastavku slijedi prikaz naknada za REGOS i Agenciju koje su mirovinska društva platila u 2017. godini.

Tablica 7: Naknade za REGOS i Agenciju u 2017. godini (u tisućama kuna)

Mirovinsko društvo	2017. godina	
	Naknada za REGOS	Naknada za Agenciju
Allianz ZB d.o.o.	19.642	10.214
Erste d.o.o.	9.119	3.716
PBZ CO d.d.	10.314	4.320
Raiffeisen d.d.	16.929	8.363
<b>Ukupno</b>	<b>56.004</b>	<b>26.613</b>

Društva su u 2017. godini ostvarila ukupne prihode u iznosu od 434 milijuna kuna (2016.: 396 milijuna kuna) što je porast od 9,5% u odnosu na prethodnu godinu. Osim prihoda od upravljanja mirovinskim fondovima, Društva su ostvarila i dodatne prihode od upravljanja vlastitim kapitalom, a koji je većim dijelom uložen u hrvatske državne obveznice i evidentiran je u tablici 8 pod stavkom ostali prihodi.

Tablica 8: Prihodi i rashodi Društava u 2017. godini (u tisućama kuna)

	Allianz ZB d.o.o.	Erste d.o.o.*	PBZ CO d.d.	Raiffeisen d.d.*
Naknada od uplaćenih doprinosa	10.935	10.726	8.134	18.678
Naknada od ukupne imovine fonda	133.256	53.689	56.436	127.185
Naknada za izlaz	1	0	0	0
Prihodi od upravljanja fondom	144.192	64.415	64.570	145.863
Ostali prihodi	1.646	4.447	4.586	3.991
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>145.838</b>	<b>68.862</b>	<b>69.156</b>	<b>149.854</b>
Naknada za Agenciju	10.214	3.716	4.320	8.363
Naknada za REGOS	19.642	9.119	10.314	16.929
Troškovi marketinga i CRM-a	2.322	1.137	555	2.139
Ostali troškovi	772	5.983	764	6.039
Rashodi od upravljanja fondom	32.950	19.955	15.953	33.470
Troškovi osoblja	11.158	12.217	10.932	10.614
Ostali troškovi	5.918	7.064	6.998	9.536
Amortizacija	396	2.537	276	1.644
Rashodi od poslovanja društva	17.472	21.818	18.206	21.794
<b>Ukupni rashodi</b>	<b>50.422</b>	<b>41.773</b>	<b>34.159</b>	<b>55.264</b>
Dobit prije poreza	95.416	27.089	34.997	94.590
Porez	17.172	5.038	6.298	16.994
<b>Neto dobit</b>	<b>78.244</b>	<b>22.051</b>	<b>28.699</b>	<b>77.596</b>

\*Društva Erste d.o.o. i Raiffeisen d.d. upravljaju s obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima

Tijekom 2017. godine daljnji razvoj poslovanja doveo je do novog zapošljavanja, a time i do povećanja troškova osoblja pa i nekih drugih troškova kao što su: troškovi nadzora, troškovi REGOS-a, troškovi razvoja i unaprjeđenja informacijskog sustava, troškovi marketinga te ostali troškovi. Regulatorni nadzor ukazao je na potrebu daljnjeg unaprjeđenja poslovanja u smislu nadogradnje investicijskog procesa kroz ulaganja u nova aplikativna rješenja te podizanje razine sigurnosti pristupa informacijskim servisima. U želji da pruže što kvalitetniju uslugu svojim članovima Društva su u 2017. godini ulagala dodatna sredstva u komunikaciju i izvještavanje, a što je dodatno podiglo razinu transparentnosti prema članovima. Ukupni rashodi u 2017. godini iznosili su 182 milijuna kuna (2016.: 182 milijuna kuna), od toga je REGOS-u plaćeno 56 milijuna kuna (2016.: 54 milijuna kuna), a Agenciji 26,6 milijuna

kuna (2016.: 25 milijuna kuna). Neto dobit za sva četiri društva u 2017. godini iznosila je 206,6 milijuna kuna, tj. ista je veća za 13% od neto dobiti iz 2016. godine.

## **7. Utjecaj na razvoj gospodarstva i državnih financija Republike Hrvatske**

Obvezni mirovinski fondovi i dalje predstavljaju ključan čimbenik dugoročnog domaćeg financiranja Republike Hrvatske. Tijekom 2017. godine izdane su četiri lokalne emisije obveznica ukupne vrijednosti 17,3 milijarde kuna, od čega su OMF-ovi sudjelovali s gotovo 7 milijardi, tj. sa 40,32% od ukupno prikupljenih sredstava. Nešto niži udio financiranja države od strane OMF-ova je posljedica dospijeća kratkoročnih financijskih instrumenata, čije je refinanciranje bilo namijenjeno primarno poslovnim bankama te izdanje kunske obveznice indeksirane na euro usmjerene primarno osiguravajućim kućama.

Uz državu, zabilježili smo i izdanje druge tranše obveznica izdavatelja Zagrebački holding d.o.o. na lokalnom tržištu, gdje su mirovinski fondovi sudjelovali s približno 22% izdanja, čime su uspješno refinancirane inozemne obveze izdavatelja. Dodatno, OMF-ovi predstavljaju značajnog kupca kako na kratkoročnom financiranju (emisije trezorskih zapisa), tako i na međunarodnom tržištu obveznica Republike Hrvatske. Tako primjerice OMF-ovi prema podacima s kraja 2017. godine u svojim portfeljima drže oko 20% ukupno izdanih hrvatskih euroobveznica<sup>1</sup>. Takva stabilnost baze investitora je iznimno bitna kod sekundarnog trgovanja, odnosno određivanja uvjeta izdanja (rok dospijeća, kupon), tako da mirovinski fondovi u značajnoj mjeri utječu i na uvjete vanjskog financiranja RH.

Aktualnim Zakonom o obveznim mirovinskim fondovima (ZOMF), liberalizirani su pojedini segmenti ulagačke politike OMF-ova, koji su tijekom 2017. godine rezultirali nastavkom konkretnijih ulaganja imovine fondova. Naime, izmjenama ZOMF-a omogućava se značajnija mogućnost ulaska u vlasničku strukturu izdavatelja vlasničkih vrijednosnih papira uvrštenih na uređeno tržište, čiji je izdavatelj dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a. Tako je omogućeno pojedinom mirovinskom fondu stjecanje do 20% jednog izdanja prenosivih vlasničkih vrijednosnih papira, odnosno i preko 20%, ali uz uvjet da takvo ulaganje ne prelazi 2% ukupne imovine pojedinog fonda. U budućnosti očekujemo da će se regulatorni okvir i dalje prilagođavati, kako investicijskom ciljevima i mogućnostima mirovinskih fondova, tako i potrebama krajnjih korisnika (javnog i privatnog sektora).

U 2017. godini je nastavljen trend značajnih ulaganja OMF-ova u hrvatske turističke kompanije, gdje su bili u prilici značajnije iskoristiti nove limite ulaganja. Od ulaganja u turistički sektor izdvajamo dokapitalizaciju društva Arena Hospitality group d.d. na kojoj su mirovinski fondovi sudjelovali s 55% izdanja, uvrštenje na Zagrebačku burzu i dokapitalizaciju društva Sunce Koncern d.d. nakon koje mirovinski fondovi drže preko 23% izdanja te početak procesa privatizacije Hotela Makarska d.d. i Jadran d.d. Crikvenica. Tu su također i ulaganja u društva Stanovi Jadran d.d., Helios Faros d.d. u stečaju, Vis d.d. u stečaju, Modra Špilja d.d. u stečaju i drugi.

---

<sup>1</sup> Euro denominirane obveznice dospijeća 2022., 2025., 2027. i 2030., te USD denominirane obveznice dospijeća 2019., 2020, 2021., 2023. i 2024.

Obvezni mirovinski fondovi u 2017. godini su bili aktivni i na sekundarnom tržištu te su povećani udjeli u društvima Adris grupa d.d., AD Plastik d.d., Hrvatski Telekom d.d., Luka Ploče d.d., Zagrebačka burza d.d. i dr.

Imajući na umu izrazito nisku likvidnost domaćeg tržišta dionica, mirovinska društva smatraju da je najprimjerenija strategija ulaganja upravo kroz izravne dokapitalizacije odabranih izdavatelja. Dokapitalizacijom je kompanija u mogućnosti sniziti troškove zaduženja, povećati profitabilnost te stvoriti pretpostavke za realizaciju planiranih kapitalnih ulaganja ili širenja putem preuzimanja drugih društava. Također, mirovinski fondovi su u takvoj situaciji u mogućnosti znatno bolje zaštititi imovinu članova kroz različite mehanizme korporativnog upravljanja.

Nastavno na korporativno upravljanje, društva za upravljanje OMF-ovima osim kroz aktivno glasanje na skupštinama izdavatelja sukladno prije definiranim smjernicama, ponegdje i kroz izravno članstvo u Nadzornim odborima pokušavaju uvesti najbolju praksu. Cilj je unaprijediti poslovne procese unutar izdavatelja i povećati njegovu održivu razinu profitabilnosti, uz istovremeno smanjivanje rizika poslovanja. Sukladno tome, mirovinska društva aktivno potiču prelazak izdavatelja u viši segment uređenog tržišta Zagrebačke burze (iz redovitog na službeno tržište), čime se povećava transparentnost poslovanja i standard korporativnog upravljanja.

Zanimljiva novost iz ZOMF-a je ukidanje određenih ograničenja kada je u pitanju mogućnost ulaganja u prenosive dužničke ili prenosive vlasničke vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske. Takvi projekti uz obvezu uvrštenja na uređeno tržište, moraju imati dugoročne, stabilne i predvidljive novčane tokove, kako bi odgovarali ročnosti obveza mirovinskog fonda.

Nažalost, niti tijekom 2017. godine OMF-ovi nisu bili u mogućnosti iskoristiti takvu zakonsku mogućnost, s obzirom da niti jedan projekt nije došao do faze u kojoj bi pojedino mirovinsko društvo moglo tražiti odobrenje od Vlade RH da klasificira izdavatelja tih vrijednosnih papira kao namjenskog izdavatelja u financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata. S obzirom na trendove na svjetskim financijskim tržištima, gdje se upravo u tom segmentu mirovinski fondovi pojavljuju kao najznačajniji ulagači te potrebe RH u području refinanciranja financijskih obveza infrastrukturnih projekata, smatramo da upravo domaći OMF-ovi mogu značajno doprinijeti razvoju te klase imovine. To vrijedi pogotovo za slučajeve kada bi to rezultiralo smanjenjem javnog duga RH, što bi imalo značajne pozitivne posljedice prema smanjenju percepcije državnog rizika, odnosno manjim troškovima zaduženja.

## **8. Očekivane mirovine i budućnost mirovinske reforme**

Podsjetimo da je Republika Hrvatska krenula s reformom mirovinskog sustava zbog neodrživosti sustava generacijske solidarnosti, a što je potvrđeno i naglim pogoršanjem omjera osiguranika i umirovljenika s 4:1 u osamdesetima na 1,5:1 u devedesetima. Procjene budućih demografskih trendova, promjene na tržištu rada, makroekonomska nesigurnost te smanjivanja socijalnih prava samo su dodatno naglašavale potrebu za promjenom. Izračuni koji su napravljeni na početku

mirovinske reforme i koji su osiguravali primjerenost, održivost, otpornost, financijsku dostupnost, predvidivost i pravednost mirovina izmijenjeni su brojnim intervencijama u sustavu te su doveli do njegovog derogiranja. Tu se prvenstveno misli na dodatak za članove koji ostaju samo u 1. stupu čime je stvorena nova nepravda za sve buduće umirovljenike, članove obveznih mirovinskih fondova, koji 75 posto od ukupnih doprinosa uplaćuju u 1. stup. Usprkos tome te nepovoljnim zakonskim izmjenama, mirovina iz 2. stupa stvara veću novostvorenu vrijednost.

Mirovinska reforma u RH provedena prije sedamnaest godina prvenstveno je imala za cilj stabiliziranje mirovinskog sustava i stvaranje temelja za dugoročni i održivi mirovinski sustav koji će odgovoriti na sva nepovoljna kretanja koja na njega imaju utjecaj.

Izrazito nepovoljna demografska kretanja sa sve većim brojem umirovljenika, sve manjim brojem radno aktivnog stanovništva i nemogućnosti proračunskog financiranja budućih mirovina bili su razlog uvođenja kapitaliziranog mirovinskog sustava u kojem će osobna imovina u obveznim mirovinskim fondovima 2. stupa, predstavljati osnovicu za isplatu mirovina budućih umirovljenika.

Dodatno, akumuliranje štednje u 2. stupu imalo je za cilj i smanjivanje mirovinskih izdataka koji se financiraju iz uplate doprinosa i proračuna, povećanje odgovornosti pojedinca za svoju socijalnu sigurnost u starosti i stimuliranje duljeg ostanka u svijetu rada. Naime, mirovina iz 2. stupa izravno ovisi o visini kapitaliziranih doprinosa i očekivanom trajanju života, čime se kombinirani mirovinski sustav prilagođava demografskim promjenama. Posljedično, kombinirani mirovinski sustav temeljen na tri stupa omogućava dugoročno višu razinu mirovina uz nižu stopu doprinosa.

Zakonom o obveznim mirovinskim fondovima iz 2014. godine, definirana su tri obvezna mirovinska fonda različitih kategorija tj. različitih strategija ulaganja: A, B i C. Radi se, naime, o modelu cjeloživotnog ulaganja imovine mirovinskih fondova na način da je svakoj dobnoj kategoriji članova obveznih mirovinskih fondova ponuđena primjerena strategija ulaganja koja u konačnici osigurava optimalno upravljanje imovinom kako članova koji su na početku štednje za mirovinu, tako i onih članova koji su pri kraju svoje štednje.

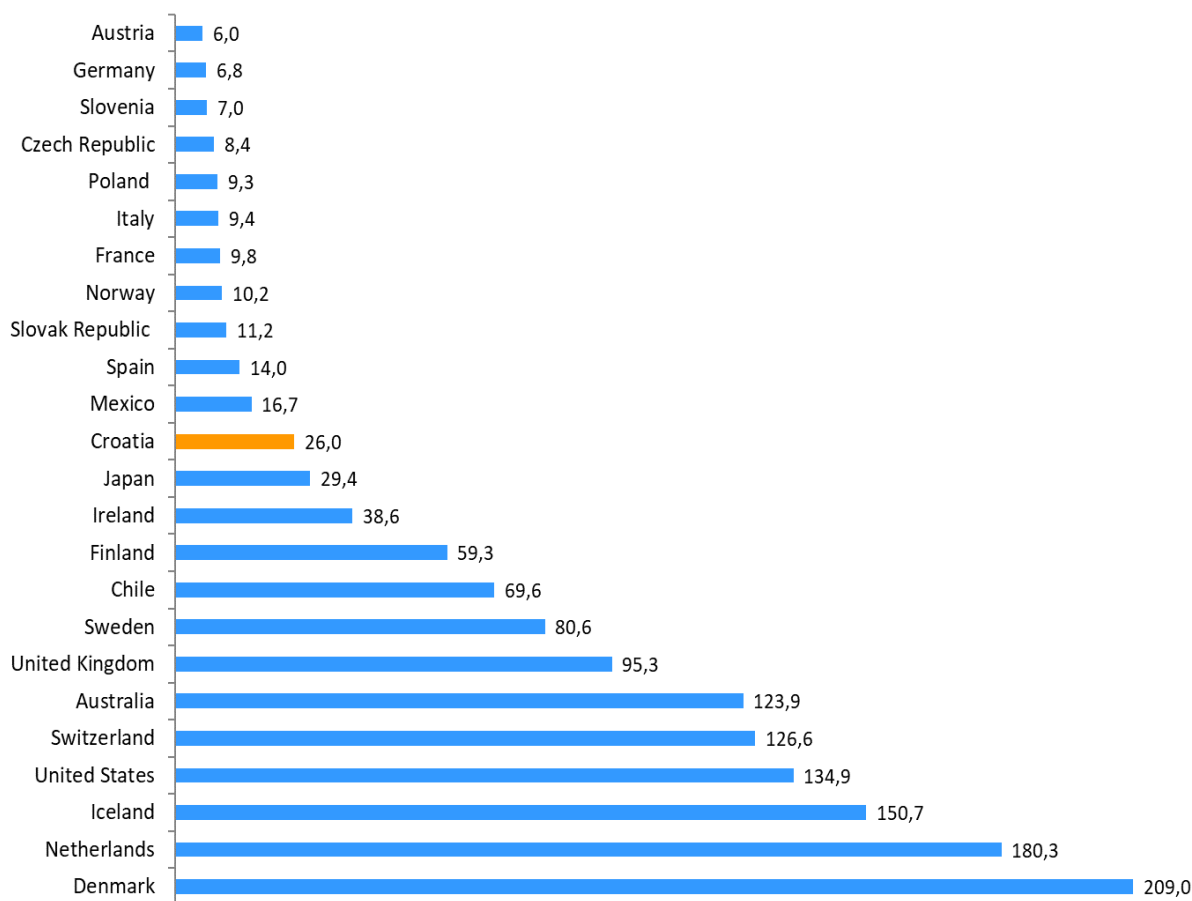
Prema podacima Svjetske banke, zamjenski cjeloživotni model s mirovinskim fondovima različitih profila rizičnosti uvelo je desetak zemalja, među kojima su Čile, Estonija, Meksiko, Peru, Slovačka te Poljska, dok se za uvođenje takvog modela pripremaju Bugarska i Kolumbija. Time se hrvatski mirovinski sustav ubraja u naprednije mirovinske sustave, koji osim tri stupa koji će biti izvor budućih mirovina i unutar 2. stupa članovima omogućava da izborom portfelja aktivno utječu na visinu svoje mirovinske štednje kao što je to već omogućeno putem 3. stupa koji je dobrovoljni.

## **8.1 Učinci reforme mirovinskog sustava**

Udio imovine mirovinskih fondova u veličini nacionalne ekonomije, mjereno udjelom u BDP-u, predstavlja ključni indikator značaja pojedinog mirovinskog sustava. Ukupna imovina pod upravljanjem obveznih mirovinskih fondova u RH na kraju 2017. godine iznosila je 92 milijarde kuna što iznosi 26% udjela u BDP-u Hrvatske, čime je premašen minimum od 20% kojim se po definiciji OECD-a neki mirovinski sustav određene zemlje svrstava u „zrele“ mirovinske sustave. Dodatno, gledajući od 2009.

godine, Hrvatska je među tri vodeće zemlje po rastu udjela imovine mirovinskog sustava u BDP-u. Na slici 9 dan je usporedni prikaz udjela imovine mirovinskih fondova u BDP-u sa zemljama OECD-a za 2016. godinu za koju imamo usporedive podatke.

Slika 9: Udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u pojedinih država



Izvor: OECD Global Pension Statistics

Jedan od vodećih stručnjaka za mirovinski sustav u Hrvatskoj, dr. Danijel Nestić s Ekonomskog instituta, a koji se dugo godina bavi pitanjem mirovinskih sustava i specifično mirovinskim sustavom u Republici Hrvatskoj, u svojoj je analizi za portal Mirovina.hr analizirao postojeći mirovinski sustav RH i glavne izazove koji se pred njega postavljaju. Dr. Nestić smatra da je najveći izazov koji se postavlja pred Vladu RH rješavanje pitanja osiguranika koji će u mirovine ići iz kombiniranog sustava i nemaju pravo na dodatak od 27%, a zbog čega će imati manje mirovine. Naime, on smatra da bi bilo koje drugo rješenje osim proširenja dodatka od 27% na sve osiguranike moglo dovesti u pitanje smisao mirovinske reforme iz 2002. godine i smisao postojanja 2. mirovinskog stupa. Prvi i osnovni cilj mirovinske reforme kojom je uveden višestupanjski model, po njemu, bilo je povećanje budućih mirovina.



## 8.2 Dugoročne projekcije održivosti mirovinskog sustava u Republici Hrvatskoj

Mirovinski sustavi u svijetu, pa tako i u Republici Hrvatskoj, predmet su rasprava i propitivanja dugoročne održivosti i smjera kretanja u budućnosti. Globalna demografska kretanja u kojima stanovništvo stari i pogoršava se omjer radno aktivnog stanovništva i umirovljenika te sve veća izdvajanja za isplate mirovina, predstavljaju izazov i za razvijene zemlje koje preispituju postojeće modele.

Demografska studija profesora Šterca iz 2017. godine potvrđuje daljnja nepovoljna demografska kretanja u RH te navodi kako zabrinjava činjenica kako je broj umirovljenika i broj nezaposlenih od 1.441.166 osoba gotovo jednak ukupnom broju aktivnih osiguranih radnika od 1.466.654 osoba, a tek neznatno manji od broja zaposlenih po Državnom zavodu za statistiku od 1.589.000 osoba. Pritom, kako navodi, od neaktivnih nisu još niti spomenuti učenici osnovnih i srednjih škola, studenti i nesposobni za rad (ukupno oko 650.000 osoba). Nadalje navodi da je nezaposlena, umirovljenička i ostala neaktivna populacija veća od zaposlene za preko 500.000 osoba; sve ove činjenice čine sustav neodrživim u dužem vremenskom razdoblju. U zaključcima svoje studije prof. Šterc navodi kako će se klasični mirovinski sustav iz temelja morati mijenjati uvođenjem usmjerene štednje za osiguravanje budućnosti jer model sa samo jednim stupom neće moći izdržati pritiske, kako zbog demografskih parametara tako i zbog negativnih trendova.

Zaključci studije Ekonomskog instituta iz 2011. kažu da je na strateškoj razini uravnoteženje i kontrolu demografskih i sustavnih rizika najbolje postići odgovarajućom kombinacijom javnog mirovinskog sustava baziranog na tekućoj raspodjeli (1. stup) i kapitaliziranog sustava (2. stup). Izračuni u ovoj studiji ukazuju da uvođenje 2. stupa nije izvor problema u hrvatskom mirovinskom sustavu, već su posljedica promjena u 1. stupu nakon uvođenja reforme. Projekcije Ekonomskog instituta pokazuju da sadašnji hrvatski mirovinski sustav u budućnosti neće imati problema s financijskom održivošću, tj. ne bi trebalo doći do prekomjernog rasta javnih izdataka za mirovine i to usprkos negativnim demografskim tendencijama. Naime, u budućnosti će doći do aktiviranja mirovina iz 2. stupa te će posljedično tome doći do smanjivanja isplata iz 1. stupa što će olakšati buduće fiskalne situacije.

Da je hrvatski mirovinski sustav održiv s fiskalnog stajališta, smatra i dr. Nestić koji kaže da isti u budućnosti ne bi trebao generirati pretjerane izdatke državnog proračuna. Dr. Nestić nadalje ističe da su temeljni problem relativno niske mirovine, odnosno održivost sustava sa socijalnog stajališta te nadalje smatra da u promišljanjima budućih promjena u mirovinskom sustavu treba prvenstveno tražiti prostor za povećanje mirovina, pri čemu treba zadržati fiskalnu održivost sustava. Te su promjene moguće, kako kaže, ali uz podjelu „tereta“ reformi između samih građana i države te smatra da će građani, tj. radnici trebati raditi nešto duže prije nego odu u mirovinu, a možda će morati izdvajati i veći postotak iz svojih plaća za mirovinsko osiguranje. Nadalje, dr. Nestić smatra da je država dužna urediti sustav tako da pronađe ravnotežu između načela solidarnosti i načela uzajamnosti. Dodaje kako načelo solidarnosti upućuje na osiguranje većih mirovina socijalno ugroženim starijim osobama i osobama s gubitkom radne sposobnosti nego bi to bilo temeljem uplata doprinosa, dok načelo uzajamnosti zahtijeva da oni koji su više uplaćivali u mirovinski sustav ostvare i više mirovine. Dr. Nestić nadalje zaključuje da, iako postoje određene dvojbe, većina stručnjaka ipak smatra da se mirovinski sustav koji kombinira javni sustav međugeneracijske solidarnosti, tj. prvi stup s individualnom

kapitaliziranom mirovinskom štednjom te drugim i trećim stupom, može bolje nositi s demografskim problemima od sustava koji je baziran isključivo na prvom stupu. Zaključuje da je sadašnji dvostupni obvezni mirovinski sustav u Hrvatskoj u suštini dobro postavljen i da nema potrebe za njegovim radikalnim mijenjanjem, ali ima potrebe i mogućnosti da se on dorađuje i bolje regulira s ciljem osiguranja viših mirovina.