

OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI I NJIHOVA ULOGA U RAZVOJU TRŽIŠTA RADA

Pezer, Matea

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:016514>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-09**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski studij (*Financijski menadžment*)

Matea Pezer

**OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI I NJIHOVA ULOGA U
RAZVOJU TRŽIŠTA RADA**

Diplomski rad

Osijek, 2020.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
Ekonomski fakultet u Osijeku
Diplomski studij (*Financijski menadžment*)

Matea Pezer

**OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI I NJIHOVA ULOGA U
RAZVOJU TRŽIŠTA RADA**

Diplomski rad

Kolegij: Osiguranje

JMBAG: 0010216561

e-mail: pezer997@gmail.com

Mentor: prof.dr.sc. Branko Matić

Osijek, 2020.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek
Faculty of Economics in Osijek
Graduate Study (*Financial Management*)

Matea Pezer

**MANDATORY PENSION FUNDS AND THEIR ROLE IN THE
CAPITAL MARKET DEVELOPMENT**

Graduate paper

Osijek, 2020

**IZJAVA
O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,
PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA,
SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA
I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA**

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski
(navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*.
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. Izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: MATEA PEZER
JMBAG: 00102165617
OIB: 8357242105
e-mail za kontakt: pezer997@gmail.com
Naziv studija: DIPLOMSKI STUDIJ - FINANCIJSKI MENADŽMENT
Naslov rada: OBVEZI MIROVINSKI FONDovi I NJIHOVA ULOGA U RAZVOJU TRŽIŠTA RADA
Mentor/mentorica rada: Prof. dr. sc. BRANKO MATIĆ

U Osijeku, 2020 godine

Potpis Pezer

Obvezni mirovinski fondovi i njihova uloga u razvoju tržišta kapitala

SAŽETAK

Mirovinski fondovi jedan su od glavnih koji doprinose učinkovitom financijskom sustavu zbog promicanja dugoročne štednje i poticanja financijskog razvoja i gospodarskog rasta. Snažan razvoj mirovinskih fondova u posljednjim desetljećima pokreće sve veća potražnja proizišla iz starenja stanovništva u posljednjim desetljećima. Zbog velike važnosti mirovinski fondovi u socijalnom i političkom smislu, njihovo osnivanje, poslovanje i strukturalna ulaganja su predmet posebnog interesa u svakoj zemlji. Stoga je razvoj institucija osnovni preduvjet za uspješan rad i ispunjavanje specifičnih ciljeva mirovinskih fondova. Tako se kao vrlo važan dio sustava socijalne sigurnosti pojavljuje mirovinsko osiguranje budući da ono osigurava kvalitetan život i tijekom umirovljenja svake osobe koja se umirovljuje. Mirovinski se sustav sastoji od tri stupa, prvi i drugi stup predstavljaju obvezno mirovinsko osiguranje, dok treći stup predstavlja dobrovoljno mirovinsko osiguranje. Prvi i drugi se stup smatraju uporištima na kojima su temelji, dok treći stup čini dodatak koji osobe u radnom odnosu mogu izabrati, ali i ne moraju. Svaka osoba koja je u radnom odnosu ima pravo izabrati obvezni mirovinski fond kojem želi pripasti i u koji želi izdvajati svoja novčana sredstva. Pritom odabire kategoriju unutar izabranog fonda koje uz određena pravila i karakteristike donosi određene rizike, ali i prinose. Prema tome, svaka osoba u radnom odnosu može na neki način utjecati na svoju budućnost, odnosno na kvalitetniji život tijekom starosne mirovine. Svakako, veliku ulogu u kvalitetnom životu tijekom mirovine imaju mirovinski stupovi, obvezni i dobrovoljni, jer je njihov cilj osigurati veću socijalnu sigurnost te veću razinu mirovine, što bi značilo da trebaju smanjiti rizik starosti, invalidnosti i smrti.

Ključne riječi: mirovinski fondovi, mirovinsko društvo, financijski sustav i institucije, radni odnos, štednja

Mandatory pension funds and their role in the capital market development

ABSTRACT

Pension funds are one of the main in contributing an efficient financial system by promoting long-term savings and encouraging financial development and economic growth. The strong development of pension funds in recent decades is driven by the growing demand resulting from an aging population in recent decades. Due to the great importance of pension funds in social and political terms, their establishment, operation and structural investments are the subject of special interest in each country. Therefore, the development of institutions is a basic precondition for successful work and fulfillment of specific goals of pension funds. So, pension insurance is emerging as a very important part of the social security system, as it ensures a quality life even during the retirement of every person who retires. The pension system consists three pillars, the first one and second one represent mandatory pension insurance, while the third one represents voluntary pension insurance. The first and second pillar are considered to be the strongholds on which they are based, while the third one is an addition that employees can choose. Every person who is employed, has the right to choose the mandatory pension fund to which one wants to belong and allocate his funds in it. Then, he selects a category within the selected fund that, along with certain rules and characteristics, brings certain risks, but also returns. Therefore, every employed person can in some way affect their future, or a better quality of life during old age retirement. Certainly, pension pillars, mandatory and voluntary, play a major role in quality of life during retirement, as their goal is to ensure greater social security and a higher level of pension, which would mean that they should reduce the risk of old age, disability and death.

Keywords: pension funds, pension society, financial system and institutions, employment, savings.

SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Hipoteze rada.....	2
1.3. Metode rada.....	2
2. TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNI INVESTITORI.....	3
2.1. Institucije kao investitori.....	4
2.1.1. Pojmovno određenje institucija kao investitora.....	7
2.1.2. Vrste institucionalnih investitora.....	10
2.2. Tržište kapitala.....	20
2.2.1. Karakteristike tržišta kapitala.....	20
2.2.2. Dionici tržišta kapitala.....	22
2.2.3. Odrednice razvoja tržišta kapitala.....	26
3. MIROVINSKI FONDOVI.....	28
3.1. Povijest nastanka i razvoja mirovinskih fondova.....	28
3.1.1. Mirovinski fondovi suvremenih društava.....	29
3.1.1.1. Vrste mirovinskih fondova.....	32
3.1.1.1.1. Obvezni mirovinski fondovi.....	32
3.1.1.1.2. Dobrovoljni mirovinski fondovi.....	36
3.2. Izazovi s kojima se susreću obvezni mirovinski fondovi.....	38
4. OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ.....	40
4.1. Allianz ZB d.o.o., Erste Plavi d.o.o. i PBZ Croatia Osiguranje d.d. – društva za obvezne mirovinske fondove.....	40
4.1.1. Osnovne informacije o Allianz ZB d.o.o.	40
4.1.1.1. Kategorija A.....	41
4.1.1.2. Kategorija B.....	43
4.1.1.3. Kategorija C.....	44
4.1.2. Osnovne informacije o Erste Plavi d.o.o.....	45
4.1.2.1. Kategorija A.....	46
4.1.2.2. Kategorija B.....	47
4.1.2.3. Kategorija C.....	48
4.1.3. Osnovne informacije o PBZ Croatia Osiguranje d.d.....	50
4.1.3.1. Kategorija A.....	51
4.1.3.2. Kategorija B.....	52

4.1.3.3. Kategorija C	53
4.2. Komparativna analiza poslovanja obveznih mirovinskih fondova Allianz ZB d.o.o., Erste Plavi d.o.o. i PBZ Croatia Osiguranje d.d. u razdoblju od 2017. do 2019. godine	54
4.2.1. Neto imovina odabranih obveznih mirovinskih fondova	54
4.2.2. Visina godišnjeg prinosa za odabrane obvezne mirovinske fondove u promatranom razdoblju	57
4.2.3. Struktura ulaganja kod obveznih mirovinskih fondova u odabranom razdoblju	59
5. RASPRAVA	64
6. ZAKLJUČAK	65
LITERATURA	66
POPIS TABLICA	67

1. UVOD

Tržište kapitala čini dio financijskog tržišta na kojem se trguje raznim financijskim instrumentima, a najviše dionicama i obveznicama. Dionice i obveznice se također ulažu i u obveznim mirovinskim fondovima, a u kojem postotku, ovisi o kategoriji i izabranom obveznom mirovinskom fondu.

U prvom dijelu diplomskog rada opisano je tržište kapitala i njegove karakteristike, te koji institucionalni investitori se nalaze na samom tržištu kapitala. Tržište kapitala je analizirano kroz povijest, od njegovog nastanka sve do danas. Postoje razni institucionalni investitori koji su spomenuti u prvom dijelu rada, te kojim financijskim instrumentima upravljaju i koje emitiraju, a neki od njih su: obveznice, dionice, kratkoročni krediti, police, vrijednosni papiri i slično. Nakon pojmovnog određenja tržišta kapitala i investitora koji se tamo mogu pojaviti, uslijedit će teorijski dio o mirovinskim fondovima, povijest nastanka mirovinskih fondova i sam razvoj, zatim vrste mirovinskih fondova te su spomenuti izazovi s kojima se susreću obvezni mirovinski fondovi.

U drugom, istraživačkom, dijelu rada su analizirana tri odabrana obvezna mirovinska fonda u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2017. do 2019. godine. Svaki se mirovinski fond razlikuje od onog drugoga po svojim karakteristikama koje su također navedene. Nakon toga je analizirano poslovanje svakog od odabranih fondova, odnosno kakva je neto imovina odabranih fondova u promatranom razdoblju, visina godišnjeg prinosa i struktura ulaganja kod odabranih fondova u promatranom razdoblju, u kategoriji A, B i C.

U posljednjem dijelu rada donesen je zaključak na temelju provedenih analiza i dokazat će se točnost ili netočnost hipoteze koja je postavljena u sljedećem odlomku.

1.1. Predmet i cilj rada

Predmet ovog diplomskog rada su obvezni mirovinski fondovi, konkretno II. mirovinski stup svake zaposlene osobe, te tržište kapitala kao i institucionalni investitori. Cilj rada je detaljno obraditi i analizirati ulaganja u II. stup, te koliki su godišnji prinosi i neto imovina odabranih mirovinskih fondova kroz razdoblje od tri prethodne godine.

1.2. Hipoteze rada

Za potrebe pisanja diplomskog rada postavljena je hipoteza na kojoj se temelji istraživanje. Postavljena je hipoteza da se strukturalna ulaganja u vrijednosne papire i depozite u obveznim mirovinskim fondovima razlikuju ovisno o kategoriji u kojoj se nalazi pojedini izvor.

1.3. Metode rada

Za potrebe pisanja rada korištene su razne metode prikupljanja podataka. U radu su prikazani statistički i povijesni podaci koji su prikupljeni sa službenih stranica svakog pojedinog obveznog mirovinskog fonda, HANFE, zatim iz raznih doktorskih disertacija, časopisa i slično, koji su navedeni u literaturi na kraju rada.

U radu su korištene sljedeće metode: povijesna, statistička, metoda analize i znanstveno prikazivanje statističkih podataka.

Zelenika (1998), povijesnu metodu prikazuje kao postupak kojim se na temelju raznovrsnih dokumenata i dokaznog materijala može saznati ono što se događalo u prošlosti i na koji način. Ova je metoda korištena u prvom dijelu rada prilikom navođenja i opisivanja kako je nastalo tržište kapitala, te mirovinski fondovi, i na koji su se način razvijali kroz povijest.

Metodu analize Zelenika (1998), objašnjava kao postupak znanstvenog istraživanja i objašnjenja stvarnosti putem raščlanjivanja složenih misaonih tvorevina na njihove jednostavnije sastavne dijelove i elemente. Zatim, izučavanje svakog dijela za sebe i u odnosu na druge cjeline. Ovu metodu možemo pronaći u prvom dijelu rada gdje je analizirano tržište kapitala te opisani institucionalni investitori.

Znanstveno prikazivanje statističkih podataka prema Zeleniki (1998), zamjenjuje raznim vrstama znanstvenih prikaza opširne deskripcije, a brojne složenije pojave reljefnije i zornije predočiti. Ova je metoda korištena u drugom dijelu rada gdje su analizirani i statistički obrađeni podaci preuzeti sa službenih stranica pojedinih fondova.

2. TRŽIŠTA KAPITALA I INSTITUCIONALNI INVESTITORI

U ovom dijelu rada su objašnjena sva područja koja obuhvaća tržište kapitala te koje su to institucije koje mogu biti investitori.

Prema (<https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/>), tržište kapitala čini dio financijskog tržišta. Obuhvaća trgovinu financijskim instrumentima na uređenom tržištu i izvan njega. Najčešće se trguje dionicama i obveznicama s rokom dospijeca dužim od godine dana. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri koji predstavljaju udio u vlasništvu dioničkog društva, dok su obveznice dužnički vrijednosni papiri koji predstavljaju dugovanje određenog novčanog iznosa uvećanog za kamatu.

Vrijednosni papiri mogu biti kratkoročni i dugoročni ovisno o tome je li dospijeca duga kraće ili duže od godinu dana.

U Republici Hrvatskoj je tržište kapitala, kao i djelokrug i nadležnost HANFE (u tom području) uređeno Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o preuzimanju dioničkih društava.

„Zakon o tržištu kapitala uređuje sljedeća područja:

- pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i s tim povezanih pomoćnih usluga
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja investicijskog društva
- fond za zaštitu ulagatelja
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja tržišnog operatera
- pravila trgovanja na uređenom tržištu i multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP-u)
- ponudu vrijednosnih papira javnosti i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište
- objavljivanje informacija o izdavateljima vrijednosnih papira uvrštenih na uređeno tržište
- zabranu zlouporabe tržišta
- osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja operatera sustava poravnanja i/ili namire
- pohranu financijskih instrumenata i poravnanje i namiru poslova s financijskim instrumentima.“ (<https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/>)

Nadalje, „Zakon o preuzimanju dioničkih društava uređuje:

- uvjete za davanje ponude za preuzimanje ciljnih društava
- postupak preuzimanja
- prava i obveze sudionika u postupku preuzimanja te
- nadzor postupka preuzimanja ciljnih društava.“ (<https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/>)

Kod tržišta kapitala ključna je transparentnost koja podrazumijeva da su podaci potrebni za donošenje utemeljene investicijske odluke dostupni svima na jednak način.

Postoji nekoliko skupina sudionika tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj koji su navedeni u nastavku.

„Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj su:

- ulagatelji u financijske instrumente
- posrednici (investicijska društva, kreditne institucije i ostali)
- izdavatelji vrijednosnih papira i stalnih financijskih instrumenata
- Zagrebačka burza d.d. Zagreb (tržišni operater i operater MTP-a)
- Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb (operater središnjeg depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira i operater središnjeg registra ostalih nematerijaliziranih financijskih instrumenata, operater sustava poravnanja i namire nematerijaliziranih vrijednosnih papira te operater Fonda za zaštitu ulagatelja.)“ (<https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/>)

U daljnjoj razradi navedena je i analizirana društva koja su ovlaštena za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijske aktivnosti, zatim brokeri, investicijski savjetnici, zastupnici, investicijska društva te društva za upravljanje investicijskim fondovima na području Republike Hrvatske. Detaljnije je opisano i tržište kapitala, njegove karakteristike i tko su sve dionici na tržištu kapitala.

2.1. Institucije kao investitori

Kako je navedeno prethodno, u nastavku su razrađene financijske institucije koje kao investitori doprinose razvoju tržišta kapitala.

Kako bi se tržište razvijalo, konkretno na strani potražnje, od izuzetne su važnosti financijske institucije, odnosno financijski posrednici koji doprinose samom razvoju kroz njihovo ulaganje u financijske instrumente. Prema Olgic Drazenovic (2012), u financijske instrumente ubrajaju se novac, vrijednosni papiri, i slično, kojima se na financijskom tržištu određuju cijene, tj. kamatne stope. Ponuda na financijskom tržištu određena je brojem i raznim financijskim instrumentima, te potrebama tržišnih aktera za financijskim sredstvima.

U nastavku su navedene temeljne funkcije financijskih sustava.

„Postoji pet temeljnih funkcija financijskih sredstava, a to su:

1. Mobilizacija štednje,
2. Unapređenje upravljanja rizikom,
3. Pribavljanje informacija o investicijskim mogućnostima,
4. Nadziranje menadžera i kontrola korporativnog upravljanja,
5. Olakšavanje razmjene dobara i usluga.“ (Levine,1997:35)

Kako navodi Olgic Drazenovic (2012), postignuti stupanj i smjer razvoja financijskih sustava razlikuje se u ovisnosti o uspješnosti obavljanja navedenih funkcija neovisno o prihvaćenoj institucionalnoj formi.

Prema tome, financijski se sustavi promatraju kao dinamička kategorija, čine dio evolucijskog procesa i prilagođavanja potrebama sudionika tržišta. Naime, postoji nekoliko faza u evolucijskom procesu, a sama evolucija se promatra prema raznolikosti i zastupljenosti ostalih financijskih institucija i financijskih instrumenata, odnosno konkretnije rečeno, promatra se sa stajališta važnosti i relativnog udjela banaka i tržišta kapitala.

Kako navode Davis, Steil (2001), razvoj financijske arhitekture započet je bankovnom strukturom prema tržišnoj, gdje su naglašeni institucionalni investitori i njihova sve sofisticiranija ponuda, a završava sekuritiziranom fazom.

U nastavku su objašnjene svaka od navedenih faza.

Kod prve faze, tzv. **bankovne faze** razvoja financijskog sustava, bankovne institucije predstavljaju najznačajniji izvor eksternog financiranja nefinancijskog poduzeća, zatim provode najveći dio financijske intermedijacije i prikupljaju glavninu štednje. U ovoj fazi banke su dominantne u ekonomiji, a tržište novca je nerazvijeno, što dovodi do toga da je broj i vrsta

financijskih posrednika ograničen, isto kao i financijski instrumenti kojima se trguje na tržištu, a samim je time tada i tržište kapitala u potpunosti ili relativno nerazvijeno.

„Ovakva tržišta mogu se ocijeniti plitkim i uskim i karakteristična su za većinu tranzicijskih zemalja (zemlje Srednje i Istočne Europe). Kontinentalni financijski sustavi su uglavnom oligopolistički, uslijed dominacije banaka i njihova pristupa kanalima distribucije kojima se smanjuju ulazni troškovi pristupa tržištu.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Zatim slijedi tzv. **tržišno-orijentirana faza** u kojoj dolazi do promjene u odnosima u financijskim sustavima koji postaju kompleksniji. Konkurencija bankama postaju institucionalni investitori koji se pojavljuju s novim financijskim proizvodima, čime dovode do smanjenja važnosti banaka, iako one još uvijek ostaju kao glavni izvor financiranja nefinancijskih poduzeća. Tržište kapitala se počinje razvijati, najčešće se izdaju državne obveznice te nova dionička izdanja u nešto manjoj količini.

„Sektor stanovništva kupuje vrijednosne papire direktno i putem financijskih institucija. Pojedinci s visokim primanjima smanjuju udjel direktno držanih vrijednosnih papira, a ostale skupine novčano suficitarnih subjekata smanjuju preferenciju prema depozitima povećavajući ulaganja u investicijske fondove, mirovinske fondove i osiguravajuća društva. Tržišni financijski sustavi karakteristični su za zemlje kontinentalne Europe (Francuska, Njemačka, Italija), Japan kao i za neka od naprednih tranzicijskih tržišta, primjerice Čile.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

U trećoj fazi: **sekuritiziranoj fazi** razvoja, tržište kapitala ima vodeću ulogu u eksternom financiranju nefinancijskog i financijskog sektora. Kako navodi Olgčić Draženović (2012), korporativna izdanja obveznica i komercijalni papiri supstituiraju bankovne kredite, a hipotekarni i potrošački krediti mogu biti *sekuritizirani*¹.

„Prikupljanje i alociranje štednje, monitoring i kontrola provode se posredstvom tržišta odnosno najčešće putem rejting agencija, investicijskih banaka i institucionalnih investitora.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Kod ove faze, vrijednosni papiri evoluiraju i prikazuju se u obliku derivatnih instrumenata. Također, u ovoj fazi banke postaju sve manje važne, dok sve važnije postaju nove nebankovne usluge. U njih ubrajamo trgovanje vrijednosnim papirima, savjetovanja i potpisivanja emisija, te usluge portfolio menadžmenta.

¹Sekuritizacija = sve veća upotreba tržišta vrijednosnica, kojoj pribjegavaju korporacije kao izvoru eksternog financiranja umjesto služenja bankama i sličnim financijskim posrednicima

„Posljednja faza razvoja financijskog sustava karakteristična je za anglosaksonske zemlje (Kanada, Velika Britanija i SAD), koje odlikuje raznovrsnost oblika i tehnika financiranja, kao i vrlo visoki obujam trgovanja na financijskim tržištima. Međutim, viša sofisticiranost pojedine faze ne znači nužno i bolje rješenje za sve zemlje.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

U nastavku je detaljnije objašnjeno pojmovno određenje institucija kao investitora.

2.1.1. Pojmovno određenje institucija kao investitora

U ovom odlomku objašnjeno je značenje institucionalnih investitora koji čine važan dio financijske strukture budući da izravno utječu na razvoj tržišta kapitala. S druge strane, gledajući iz perspektive bankovnih financijskih posrednika utječu na rast konkurentnosti.

Prema Davis, Steil (2001), institucionalni investitori se mogu objasniti kao specijalizirane financijske institucije koje skupljaju, okrupnjuju te upravljaju štednjom malih investitora, i to njenim ulaganjem u različite investicijske oblike u skladu s određenim i specifičnim ciljevima kao što su prihvatljivi rizik, maksimizacija povrata i dospjeće potraživanja.

Kako navodi Olgić Draženović, prema Foley (1998), ubrajaju se u financijske posrednike budući da prikupljaju štednju pojedinaca i obitelji te je transferiraju organizacijama – korporacijskim, javnim i/ili državnim – koje su u deficitu i trebaju posuđivanje.

Institucionalni investitori su i subjekti koji otkupljuju najveći dio emitiranih vrijednosnih papira na financijskom tržištu, drže ih u svom portfoliju kao direktna potraživanja prema njihovim izdavateljima. Iz toga razloga je vlasnička i vjerovnička struktura poduzeća (kod ekonomski razvijenih tržišta) u vlasništvu institucionalnih ulagatelja i sve manje u vlasništvu malih investitora.

Kako je navedeno u prethodnom poglavlju, kao glavna funkcija financijskih posrednika navodi se povećanje efikasnosti tržišta na način da se ublaže problemi informacijske asimetrije između štediša i investitora i reduciranju transakcijski troškovi.

Kako navodi Olgić Draženović (2012), efikasna financijska intermedijacija ima dva osnovna doprinosa: utjecanje na rast investicija i štednje te povećavanje efikasnosti alokacije financijskih sredstava u ekonomskom sustavu.

„Teorija intermedijacije obuhvaća cjelinu funkcija financijskih posrednika čime se uvažavaju argumenti njihova postojanja:

1. Argument informacijske asimetrije: financijski posrednici prevladavaju probleme negativne selekcije i moralnog hazarda koji generiraju tržišne nesavršenosti i dovode do transakcijskih troškova;
2. Argument transakcijskih troškova: financijski posrednici smanjuju troškove na tržištu zahvaljujući svojoj veličini odnosno sposobnosti korištenja ekonomije obujma i obuhvata. Posrednici obavljaju kvalitativnu transformaciju aktive odnosno pretvaranje financijskih potraživanja u ostale oblike potraživanja. U tom smislu, posrednici osiguravaju likvidnost i diverzifikaciju ulaganja;
3. Argument regulacije: aktivnosti financijskih posrednika potrebno je nadzirati i primjereno regulirati s ciljem očuvanja stabilnosti sveukupnog financijskog sustava. Regulacija proizvodi direktne i indirektno troškove te utječe na solventnost i likvidnost institucija.“ (Olgić Draženović,2012:25)

Glavne zadaće financijskih posrednika navedene su u nastavku:

- „diverzifikacija i evaluacija aktive i kvalitativna transformacija aktive
- rješavanje/ublažavanje problema različitih rokova dospeljeća kod strana u procesu
- ubrzavanje procesa plaćanja zahvaljujući platnom sustavu i sustavu prijetoja i namire i sl. ...“ (Olgić Draženović,2012:26)

Institucionalni investitori predstavljaju važan dio financijske strukture budući da smanjuju transakcijske troškove te omogućuju individualnim investitorima da ostvaruju profit od samog postojanja financijskih tržišta. Tako individualni investitori kupuju udjele u investicijskim fondovima, premije osiguranja u osiguravajućim društvima, ili pak uplate u mirovinske fondove čime stječu pravo na odgovarajući prinos. Samostalnim ulaganjem bi u većini slučajeva na tržištu ostvarivali niže povrate kada ne bi mogli ući na primjerice devizno, novčano tržište i slično., nedostajalo bi potrebnih znanja i razumijevanja tržišnih odnosa itd. Prema tome, zahvaljujući ulaganjima individualnih investitora, institucionalni investitori raspoložu visokim

iznosima okrupnjene štednje pri čemu smanjuju transakcijski trošak. Trošak profesionalnog menadžmenta se tada dijele među ulagateljima.

Kako navodi Olgić Draženović (2012), moguće je maksimizirati povrat za dani rizični profil individualnih ulagatelja radi mogućnosti da profitiraju na ekonomiji obujma, ili na ekonomiji obuhvata.

„Institucionalni investitori razvijaju ekspertna znanja pomoću računalne tehnologije, imaju bolji pristup informacijama, a raspolažu i s profesionalnim i educiranim kadrom. Mogu koristiti i međusektorske informacije i ponovno iskoristiti već korištene informacije. Zbog svega gore navedenog, institucionalni investitori postižu više prinose na tržištu od malih ulagača, a imaju i snage utjecati na kretanja na financijskim tržištima.“
(<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

U nastavku su navedene prednosti institucionalnih investitora u odnosu na direktna ulaganja:

1. „diverzifikacija rizika – različitim kombinacijama domaćih vrijednosnih papira i međunarodnim ulaganjima omogućuje se povoljniji odnos rizika i povrata ulaganja za razliku od direktnih investitora;
2. veća likvidnost ulaganja – institucije preferiraju velika i likvidna tržišta kapitala i standardizirane instrumente visokog stupnja utrživosti, što ulagateljima pruža sigurnost i mogućnost dezinvestiranja;
3. informacijska intermedijacija – sposobnost institucionalnih investitora da prikupljaju i procesuiraju informacije;
4. usklađivanje aktive i obveza po dospijeću – prevladavaju dugoročne obveze te profitabilniji i rizičniji instrumenti dužeg roka dospijeća, iako se u slučaju ročne transformacije sredstava ne dovodi u pitanje likvidnost institucionalnog investitora;
5. ekonomija razmjera – manji su prosječni troškovi za investitora zbog veličine institucija, visokih iznosa prikupljenih sredstava i manjih transakcijskih troškova.“
(<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Važno je napomenuti kako institucionalni investitori predstavljaju najznačajnije kupce dugoročnih vrijednosnih papira te u velikoj mjeri determiniraju i dinamiku tržišta kapitala. Tako gledajući, izuzetno doprinose osiguranju likvidnosti tržišta i jačanju konkurentnosti te ubrzavanju financijskih inovacija.

„Osnovni problem koji se može javiti u postupanju institucionalnih investitora proizlazi iz različitih ciljeva investitora i fond managera odnosno iz mogućnosti da fond manager upravlja imovinom suprotno interesima klijenta ili u skladu s interesima povezane financijske institucije. Posljednja dva desetljeća, razvoj institucionalne štednje u velikom broju zemalja snažno je potaknut provođenjem mirovinskih, osiguravateljskih i zdravstvenih reformi. S obzirom na kompleksnost ovih promjena kako u tehničkom tako i u političkom i socijalnom smislu te s obzirom na središnje mjesto institucionalnih investitora u tom procesu, nameće se zaključak o njihovoj sve većoj važnosti za razvoj tržišta kapitala kao i za cjelokupni financijski sustav svake zemlje.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

U sljedećem su dijelu biti navedene vrste institucionalnih investitora, struktura financijskih instrumenata koje drže i koje emitiraju, zatim temeljne karakteristike i vrste investicijskih fondova, temeljnih ugovornih štednih institucija – mirovinskih fondova i osiguravajućih društava.

2.1.2. Vrste institucionalnih investitora

U nastavku su navedene vrste institucionalnih investitora o kojima je bilo riječi u prethodnim poglavljima. Naime, predstavljaju pokretače svakog financijskog tržišta, te se međusobno razlikuju po svojoj snazi i preferencijama, sklonosti riziku i prirodi transakcija (koje su različite po obujmu, vrijednosti i frekvenciji).

„Od širokog spektra institucionalnih investitora posebno se ističu tri vrste financijskih institucija:

1. Mirovinski fondovi
2. Osiguravajuća društva
3. Investicijski fondovi.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Mirovinski fondovi i osiguravajuća društva se ubrajaju u ugovorne štedne institucije, dok investicijski fondovi imaju kraći horizont ulaganja.

Ugovorne štedne institucije prikupljaju sredstva na osnovu ugovora u redovitim vremenskim intervalima te prikupljena sredstva ulažu u vrijednosne papire. Za razliku od njih, investicijski

fondovi sredstva prikupljaju prodajom financijskih instrumenata koja zatim ulažu na financijskom tržištu.

„Pod institucionalnim investitorima podrazumijevamo i banke, zaklade, sindikalne fondove, investicijske banke, financijske kompanije i sve financijske institucije koje upravljaju tuđom imovinom ulažući je na financijskom tržištu.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

U nastavku tablica prikazuje strukturu financijskih instrumenata koje drže i koje emitiraju različiti institucionalni investitori.

Tablica 1. Struktura financijskih instrumenata koje drže i koje emitiraju različiti institucionalni investitori

Institucija	Financijski instrumenti koje drže kod sebe	Financijski instrumenti koje emitiraju
1. Ugovorne institucije		
Kompanije za osiguranje života	hipoteke, korporacijske obveznice i dionice, police	police ili premijske rezerve
Kompanije za osiguranje imovine i osiguranje od nesreća	općinski vrijednosni papiri, korporacijske obveznice i dionice	police ili premijske rezerve
Mirovinski fondovi	korporacijske obveznice i dionice, državni vrijednosni papiri	mirovinske rezerve
2. Investicijski fondovi		
Bankovni trust fondovi	korporacijske dionice, općinski i državni vrijednosni papiri, korporacijske obveznice	trust rezerve
Investicijski fondovi nekretninama (REIT)	komercijalne i rezidencijalne hipoteke	dionice, obveznice i kratkoročni krediti
Investicijske kompanije	korporacijske dionice i obveznice, općinski vrijednosni papiri	dionice
Fondovi novčanog tržišta	certifikati o depozitu, komercijalni papiri i državni vrijednosni papiri	dionice

Izvor: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>

U nastavku su detaljnije objašnjeni i opisani svaki od institucionalnih investitora, dok će zasebno poglavlje obuhvatiti sve vezano uz mirovinske fondove, što i je tema ovoga rada.

Kako navodi Olgic Drazenovic (2012), **investicijski fondovi** (fondovi zajednickog ili uzajamnog investiranja) predstavljaju institucionalne investitore koji udružuju financijska sredstva investitora i plasiraju ih u različite investicije, a najčešće u diverzificirane portfolije vrijednosnih papira.

Ukoliko individualni investitori ulažu u investicijski fond, može ostvariti sljedeće prednosti: profesionalno ulaganje imovine, smanjeni rizik držanjem diverzificiranog portfolija, mogućnost manjih iznosa ulaganja, automatsko reinvestiranje dobiti, niži transakcijski troškovi te viši stupanj likvidnosti ulaganja. „Ujedno se daje mogućnost ulaganja u vrijednosne papire koji inače nisu dostupni malim investitorima, primjerice državne obveznice, inozemni vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca i slično.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Kako je već navedeno u radu, investicijski se fond ne ubraja u društva za upravljanje fondovima. Može i ne mora imati pravnu osobnost. U organizatore fonda možemo ubrojiti banke, osiguravajuća društva, tvrtke za upravljanje fondovima, velike brokerske kuće i slično. Za svoje usluge naplaćuju naknade (provizija, pristupnina).

„Prvi investicijski fond spominje se 1822. godine u Nizozemskoj kada je kralj William I osnova prvi investment trust s namjerom ulaganja na inozemna tržišta. S druge strane, neki povjesničari smatraju da je prvi investicijski fond nastao 1774. godine pod nazivom «Eendragt Maakt Magt» (u prijevodu «Jedinstvo znači snagu»). Njegov inicijator je bio trgovac Adriaan Van Ketwich jer je smatrao da će diverzifikacijom portfolija povećati interes investiranja i kod malih investitora. Kasnije su se fondovi proširili i na ostale europske zemlje, dok je u SAD-u prvi investicijski fond osnovan 1890. godine. Svi tada osnovani investicijski fondovi su djelovali kao fondovi zatvorenog tipa, a prvi otvoreni investicijski fondovi pod nazivom Massachusetts Investor's Trust osnovan je 1924. Godine u Bostonu (...). u narednom razdoblju ulaganja u investicijske fondove rasla su u ograničenom opsegu, da bi se od 70-ih godina prošlog stoljeća, broj fondova i veličina aktive dramatično povećao. Intenzivan rast korelirao je i s rastom vrijednosti tržišta kapitala 90-ih godina, kada je došlo do jačanja kapitala za posebne namjene, rastućem utjecaju obvezničkih tržišta, većem udjelu derivativnih instrumenata, razvoju tranzicijskih tržišta i slično.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

U današnje vrijeme na tržištu postoji mnogo različitih vrsta fondova koji su specijalizirani za određene djelatnosti ili prema cilju. Razlika je u sljedećem: pravni status, naknade organizatoru, motivi ulaganja investitora, pojavni oblik imovine u koju se ulaže, ciljne skupine investitora, i slično.

Osnovna se podjela odnosi na pravnu osobnost, a postoje otvoreni fondovi bez pravne osobnosti i zatvoreni fondovi kao dionička društva. Otvoreni ili uzajamni fondovi se najčešće osnivaju.

„Riječ je o zajedničkom portfoliju sredstava u zajedničkom vlasništvu svih vlasnika udjela u fondu. Otvoreni investicijski fondovi prikupljaju kapital izdavanjem investicijskih kupona odnosno udjela u imovini fonda, koje su obvezni otkupiti na zahtjev investitora prema trenutnoj neto tržišnoj vrijednosti. 'Otvorenost' fonda proizlazi iz činjenice da je veličina fonda određena tržišnom potražnjom i zanimanjem ulagatelja.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Prema (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>) investicijske udjele možemo opisati kao investicijske certifikate odnosno potvrde koje predstavljaju pravo vlasnika na dobit iz plasmana fonda, te ne daju pravo upravljanja ili je pravo ograničeno. Kupuju se i prodaju po neto vrijednosti fonda (ili po NAV vrijednosti= engl. Net-AssetValue).

Otvoreni investicijski fondovi sadrži zahtjev za likvidnim oblicima ulaganja, zbog čega se velik broj portfolija drži u gotovini ili kratkoročnim, vrlo likvidnim vrijednosnim papirima nižeg prinosa. Zbog toga su oni strogo zakonodavno regulirani. Ulaganja se trebaju bazirati na vrijednosnim papirima koji kotiraju na burzi zbog zahtjeva za stalnim praćenjem promjena cijena. To se ne odnosi na slučajeve fondova koji izlaganje većim rizicima strogo navode u prospektu. Otvoreni fondovi su osjetljivi na promjene globalnog kretanja cijena na tržištu kapitala. Također, nemaju pravnu osobnost. Njima se centralizirano upravlja od strane specijalizirane financijske institucije ili kompanije.

„S obzirom na način obračuna naknada razlikuju se «no-load funds» i «load funds». Pri tome prvi otkupljuju svoje certifikate od investitora po stvarnoj neto-vrijednosti fonda po jednom certifikatu, dok oni drugi tom iznosu dodaju još određeni postotak, tzv. «load charge».“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Za razliku od otvorenih fondova, zatvoreni investicijski fondovi imaju svojstvo pravne osobe, odnosno radi se o dioničkom društvu (dionicama se trguje na burzama vrijednosnih papira ili

OTC-tržištima). Zatvoreni fond se još naziva i investicijskim društvom. Ulagački se kapital prikuplja inicijalnom prodajom dionica te se kao takve koriste za kupnju i prodaju vrijednosnih papira drugih emitenata. Postoji mogućnost povlačenja ulagateljevih sredstava, u tom slučaju je potrebno prodati svoje dionice na burzi gdje kotiraju dionice fonda.

„Dionicama se trguje na organiziranim tržištima kapitala, one glase na ime i slobodno su prenosive. Za razliku od fondova otvorenog tipa, zatvorene fondove determinira ograničen volumen emisije, a jedine mogućnosti za rast fonda su iz poslovanja ili naknadnim emisijama dionica“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Osnivači navedenih fondova su banke, osiguravajuća društva, velike korporacije, zaklade i ostale institucije. Oni naplaćuju niže naknade za upravljanjem. Cijena dionice fonda (NAV vrijednost) ovisi o neto vrijednosti portfolija, ali i o općem trendu kretanja cijena na tržištu, odnosno o ponudi i potražnji za dionicama zatvorenog investicijskog fonda, te o likvidnosti udjela, kvaliteti uprave i slično. Stoga se cijene dionica ovog fonda jače mijenjaju od promjene vrijednosti portfolija samog investicijskog fonda, što dovodi do veće mogućnosti za špekulaciju.

Kako navodi Olgić Draženović (2012), kod zatvorenih investicijskih fondova struktura ulaganja sadrži dugoročne ciljeve kratkoročnim efektima, budući da nema opasnosti od povlačenja uloga od strane investitora.

Postoje razlike između otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova, ali i karakteristike svakog od njih koje su prikazane u tablici broj 2.

Tablica 2. Temeljne karakteristike otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova

	Otvoreni investicijski fond	Zatvoreni investicijski fond
Pravna osobnost	Bez pravne osobnosti – zajednički portfolio svih vlasnika udjela u fondu	Pravna osoba – dioničko društvo
Upravljanje fondom	Bez prava upravljanja (ili uz ograničenja)	Nadzorni odbor i skupština dioničara
Kotiranje na burzi ili OTC tržištu	Ne	Da
Kontrola poslovanja	Stroga	Blaža zbog direktne kontrole nadzornog odbora i skupštine dioničara te odgovornosti uprave za poslovanje
Ulaz – izlaz iz fonda	Slobodan – fond je uvijek spreman otkupiti udjele	Određen ponudom i potražnjom za dionicama na tržištu (burzi ili OTC tržištu)
Prikupljanje kapitala	Izdavanjem investicijskih kupona (udjela)	Emisijom dionica
Veličina fonda (broj udjela)	Promjenjiva	Fiksna (osim mogućnosti dodatne emisije dionica)
Investitori	Široka javnost	Manji broj osnivača (banke, osiguravajuća društva, velike korporacije, zaklade i sl.)
Cijena udjela (dionice)	Određena je vrijednošću imovine u fondu, a kupoprodaja udjela obavlja se po NAV vrijednosti	Određuje se na burzi putem ponude i potražnje, a kupoprodaja se obavlja uz premiju ili diskont NAV-a
Vrednovanje udjela	Dnevno objavljivanje po tekućoj tržišnoj vrijednosti	Najčešće tjedno objavljivanje cijene dionica
Troškovi kupnje udjela (dionica)	Najčešće uračunati u cijenu	Nisu uračunati u cijenu
Struktura uloženog kapitala	Prema prospektu fonda, ali uz naglasak na visoku likvidnost	Fleksibilnija struktura ulaganja, ali uglavnom orijentirana na dugi rok
Trošak investiranja u udjele (dionice)	Viši	Niži
Posuđivanje kapitala (bankovni krediti i sl.)	Ne (ili samo u iznimnim slučajevima)	Da

Izvor: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>

„S obzirom na pojavni oblik imovine ili strukturu ulaganja, otvoreni investicijski fondovi mogu se podijeliti na:

- a) Investicijske fondove koji ulažu kapital u vrijednosne papire odnosno dioničke, obvezničke i mješovite (hibridne ili balansirane) fondove;

- b) Investicijske fondove koji investiraju u nekretnine odnosno u stambene i poslovne objekte;
- c) Investicijske fondove koji ulažu kapital u posebne financijske oblike odnosno instrumente, primjerice one koji ulažu u robe, instrumente na tržištu novca, leasing i slično.“ (<https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>)

Investicijski se fondovi također dijele i na javne fondove za sve ulagače te na specijalizirane, čije certifikate mogu kupiti samo unaprijed određeni institucionalni investitori.

Najčešće vrste investicijskih fondova sličnih osobina koji se pojavljuju u različitim zemljama pod različitim nazivima su:

1. „Unit Trust i Mutual Fund –Unit Trust je tip otvorenog investicijskog fonda karakterističan za Veliku Britaniju, a inačica fonda u SAD-u je Mutual Fund. Prestanak članstva u fondu ostvaruje se postupkom reotkupa udjela odnosno isplatom u novcu, ali član fonda može umjesto novca preuzeti bilo koji vrijednosni papir uz portfolio fonda ili iznos vrijednosti udjela uložiti u drugi fond iz obitelji fondova istog managera. Pogodan je za investitore koji ne žele prihvatiti veće rizike.
2. Investment Trust – zatvoreni fond pogodan za investitore s manjom štednjom koji žele manji, ali stabilan prihod. Udjeli imaju slabo razvijeno sekundarno tržište zbog čega ih investitori najčešće prodaju sponzoru odnosno brokerskoj kući koja je fond organizirala. Udjele nije moguće prodati samom fondu.
3. Money Market Mutual Funds (MMMF) = Zajednički fondovi novčanog tržišta; otvoreni investicijski fondovi koji investiraju u instrumente tržišta novca. Vrijednosni papiri tržišta novca u praksi su nedostupni malim ulagačima, zbog visokih minimalnih denominacija i relativne zatvorenosti novčanog tržišta. Temeljem novčanog uloga investitora odnosno udjela u fondu, mjesečno se isplaćuje prinos ovisno o uspješnosti ulaganja managera fonda.
4. Real Estate Investment Trust – REIT – zatvoreni investicijski fond specijaliziran za ulaganja u nekretnine, leasing, financiranje građevinskih poduzeća i kredite osigurane nekretninama. Osim emisijom dionica, kapital prikupljaju bankovnim kreditima te izdavanjem obveznica ili hipoteka.“ (Olgic Draženović,2012:30)

U nastavku je opisano što su osiguravajuća društva, kada su se prvi puta pojavila, u koje se skupine mogu podijeliti, koje sve metode uključuje osiguranje i slično.

Kako navodi Novak (2005), **osiguravajuća društva** čine financijske institucije koje naplaćuju premije za pokriće rizika osiguranja te tako prikupljenu štednju pojedinaca, ali i pravnih subjekata najvećim dijelom ulažu u dugoročne vrijednosne papire na tržištu kapitala ili daju dugoročne zajmove.

Da bi se isplatila polica, ovisi o ostvarenju određenog događaja koji je preciziran u ugovoru o osiguranju, a visina uplaćene premije kao ekvivalenta sigurnosti, a definira se prema procjenama zahtjeva za naknadama, operativnim troškovima te ciljnoj profitnoj marži osiguravajućeg društva.

Kao najstariji institucionalni investitori smatraju se upravo osiguravajuća društva. Kako navodi Olgić Draženović (2012), prvo je osiguravajuće društvo osnovano 1680. godine i bilo potaknuto velikim požarom u Londonu 1666. godine. Prva polica životnog osiguranja izdana je 1583. godine u Londonu, a prva institucija osiguranja života osnovana je 1794. godine.

Osiguravajuća društva nailaze na probleme negativne selekcije koja se javlja u slučajevima kada se karakteristike fonda osiguranika ne kreću u skladu s karakteristikama prosjeka ukupne populacije, budući da će osobe koje imaju veći rizik gubitka većinom i uplatiti osiguranje. Kao drugi problem, javlja se moralni hazard do kojega dolazi ukoliko postojanje police osiguranja potiče osiguranika da ne izbjegava gubitak te tako povećava mogućnost isplate ugovorenog osiguranja.

„Osiguravajuća društva klasificiraju se u dvije glavne skupine:

1. Životna osiguranja (i zdravstveno osiguranje) i
2. Osiguranja imovine (i osiguranje od nezgode).“ (Olgić Draženović, 2012: 40)

Životno osiguranje predstavlja dugoročni ugovor koji omogućava osiguraniku zaštitu sebe i korisnika svojeg osiguranja od rizika gubitka dohotka koje proizlazi u slučaju prerane smrti, bolesti ili kod umirovljenja odnosno rizika da se nadživi određena akumulirana imovina.

Uz samo osiguranje, životna osiguranja također pružaju mogućnost štednje i ulaganja, jer se može investirati na dugi rok. Razlog ulaganja u ovo osiguranje je mogućnost upravljanja rizicima u starijoj životnoj dobi. Ukoliko dođe do ostvarenja navedenih događaja (prerane smrti, bolesti ili umirovljenja) unutar razdoblja koje je osigurano, polica će tada biti isplaćena.

Ukoliko dođe do suprotne situacije, na temelju ugovorenog roka isplaćuje se akumulirani prihod sastavljen od uplaćenih i reinvestiranih premija.

„Osiguranje uključuje različite ugovorne metode za izgradnju fonda i krajnje isplate paušalnog iznosa korisniku. Prema načinu osiguranja razlikuju se sljedeće linije životnog osiguranja:“ (Olgić Draženović, 2012: 41)

1. **„Obično životno osiguranje** – razlikuje 5 ugovornih tipova osiguranja:

- a) *Životno osiguranje s rokom* (terminsko ili riziko životno osiguranje) – životno osiguranje bez elemenata štednje pri čemu se isplata korisniku obavlja samo ako smrt osiguranika nastupi tijekom razdoblja pokrića
- b) *Cjeloživotno osiguranje* (obično ili puno životno osiguranje) – oblik osiguranja koji pokriva cijeli životni vijek osiguranika uz isplatu korisniku police po smrti nositelja. Premije se plaćaju tijekom života nositelja police ili u ograničenom vremenskom razdoblju i mogu se koristiti kao zajam nositelju police
- c) *Životno osiguranje preko zaklade* –kombinacija životnog osiguranja s rokom uz elemente štednje. Osigurana osoba koja živi do zakladnog datuma prima nominalan iznos police, dok se u slučaju smrti unutar pokrivenog razdoblja isplata police jamči korisnicima. Uplaćene premije čine novčanu vrijednost koju osiguranik može posuditi uz određenu cijenu.
- d) *Promjenjivo životno osiguranje* – osiguranje kod kojeg se fiksne uplate premija ulažu u odabrane investicijske fondove ili neku drugu odabranu imovinu, a vrijednost police se mijenja u skladu s promjenama vrijednosti investicijskih udjela ili vrijednosti odabrane imovine.
- e) *Univerzalno životno osiguranje* – univerzalna polica omogućava osiguraniku promjenu iznosa i vremena uplata premije.
- f) *Promjenjivo univerzalno životno osiguranje* – univerzalna polica koja pruža mogućnost promjene iznosa premije i dospijeca ugovora uz ulaganje premije u dioničke, obvezničke ili novčane investicijske fondove.

2. **Skupno životno osiguranje** – jednom policom osigurava se skupina ljudi, obično unutar jednog poslovnog subjekta, pri čemu su moguće znatne uštede troškova. Poslodavac može pokrivati dio troškova osiguranja (doprinosne police) ili plaćati cjelokupno osiguranje (nedoprinosne police).

3. **Kreditne životno osiguranje** – osiguranje zajmodavca od rizika smrti dužnika prije isplate kredita

4. **Ostale aktivnosti davatelja životnog osiguranja:**

- a) *Prodaja anuitetnih ugovora* – primarno štedni ugovori koji obuhvaćaju različite metode likvidacije sredstava tijekom dužeg razdoblja.
- b) *Upravljanje mirovinskim planovima* – štedni planovi s odgodom poreza.
- c) *Zdravstveno osiguranje* – omogućavaju nadoknadu ekonomskog gubitka zbog rizika bolesti.“ (Olgić Draženović, 2012: 42)

Kako navodi Olgić Draženović (2012), osiguranje imovine je pokrivenje osiguranja za gubitak stvarne i osobne imovine u slučaju da dođe do nepredviđenih pojava, primjerice požara, krađe, oluje, tuče, eksplozije, potresa, nemara i drugih događaja čija je posljedica oštećivanje imovine ili povređivanje osiguranika. U većini slučajeva osiguravatelji imovine ujedno su i osiguravatelji od nezgoda ili od odgovornosti.

U gore navedeno osiguranje, kao obvezno osiguranje ubraja se osiguranje od automobilske odgovornosti, što osiguravatelju omogućava siguran i predvidiv priljev kapitala.

Osiguranje imovine je rizičnije od životnog osiguranja, budući da su uzroci manje predvidivi. Ugovori se kod osiguranja imovine većinom sklapaju na kratki rok. Osiguravatelji imovine se prema tome orijentiraju pri ulaganjima prema vrijednosnim papirima gradova i lokalnih organa vlasti (pr. municipalne obveznice, korporativne obveznice), a manje se orijentiraju na dionice. Osiguravatelji imovine drže više likvidne imovine od osiguravatelja života.

U posljednje institucionalne investitore ubrajamo **mirovinske fondove**.

„Mirovinski fondovi su financijske institucije koje prikupljaju uplate odnosno doprinose članova za njihova radnog vijeka, a ulog uvećan za do tada realiziranu dobit isplaćuju investitorima tek po njihovu odlasku u mirovinu putem redovnih mjesečnih isplata. Svaki investitor vlasnik je osobnog računa u sklopu mirovinskog fonda, iz kojeg je vidljiva visina raspoloživih sredstava, odnosno iznos rente po odlasku u mirovinu.“ (Olgić Draženović, 2012: 37)

Pojava prvih mirovinskih fondova, povijesni razvoj, podjela mirovinskih fondova i detaljnije informacije bit će detaljno obrađene u zasebnom poglavlju ovog rada.

U sljedećem poglavlju je detaljnije obrađeno pojmovno određenje tržišta kapitala, njegove karakteristike i odrednice, te dionici na tržištu kapitala.

2.2. Tržište kapitala

U ovom je poglavlju detaljno obrađeno tržište kapitala. Njegovo značenje, temeljne odrednice i karakteristike, te koji se dionici mogu naći na tržištu kapitala.

Na samom početku je bitno razjasniti što je tržište kapitala.

„Tržište kapitala može se definirati kao skup odnosa ponude i potražnje za financijskim sredstvima na rok duži od godine dana. Ono je institucionalno uređeno i određeno zakonodavnom i pravnom regulativom u cilju uspostavljanja efikasnog, sigurnog i likvidnog tržišta.“ (Olgić Draženović, 2012: 17)

Sljedeće potpoglavlje je detaljnije prikazalo koje su to karakteristike tržišta kapitala.

2.2.1. Karakteristike tržišta kapitala

Tržište danas ima nezamjenjivu i važnu ulogu u globalnom ekonomskom razvoju budući da omogućuje mnoge pozitivne efekte državi, financijskim institucijama, privredi, stanovništvu te svim zainteresiranim stranama. Tako se javni sektor zadužuje na navedenom tržištu te ostvaruje niže troškove financiranja i pridonosi smanjenju rizika, a rizik se odnosi na tradicionalno financiranje posredstvom banaka. Privredi se omogućuje stalno vrednovanje vlastite imovine te slobodan pristup dugoročnim novčanim sredstvima. Tržište kapitala za stanovništvo i ostale zainteresirane strane, odnosno investitore, predstavlja profitabilnu ulagačku opciju i alternativu bankovnom depozitu.

„Tržište kapitala, kao i sveukupno financijsko tržište, omogućava efikasno alociranje kapitala od suficitarnih na deficitarne ekonomske jedinice. Uz alokativnu i transfernu funkciju Pečarić, Nikolić (2007) navode dodatne tri funkcije. Signalna funkcija omogućuje pravovremeno prepoznavanje signala deformacija globalnog tržišta, temeljem čega ekonomska politika treba pravovremeno poduzimati korektivne mjere. Četvrta funkcija tržišta kapitala je funkcija poboljšanja kreditnog rejtinga i održavanja likvidnosti poduzeća.“ (Olgić Draženović, 2012: 17)

Zahvaljujući postojanju tržišta kapitala, stvaraju se institucionalni uvjeti da svako poduzeće koje želi ostvariti kapital treba brinuti o vlastitom financijskom i ekonomskom poslovanju. Ovo tržište čini veliku važnost za novoosnovana, inovativna i druga poduzeća koja se susretnu s poteškoćama u oslanjanju na uobičajene izvore financiranja.

„Strukturno gledano, tržište kapitala se može promatrati u širem i užem smislu. U širem smislu razlikuju se dva pojedinačna tržišta:

- a) Tržište dugoročnih vrijednosnih papira, otvoreno tržište ili tržište efekata – tržište na kojem je kapital dostupan cjelokupnoj javnosti;
- b) Tržište dugoročnih kredita ili ugovorno tržište – tržište koje se zasniva na bilateralnim odnosima.“ (Olgić Draženović, 2012: 18)

Što se tiče tržišta kapitala u užem smislu, podrazumijeva se tržište dugoročnih vrijednosnih papira. Ono osigurava učinkovitost, transparentnost i kompetitivnost.

Gledajući s aspekta zakonskih obveza izdavatelja dugoročnih vrijednosnih papira, možemo razlikovati tržište vrijednosnih papira s fiksnim prihodom (tržište duga) i tržište vrijednosnih papira s varijabilnim prihodom (tržište imovine). Uz financijsko tržište dionica i obveznica, postoje devizna tržišta i tržišta derivatnih financijskih instrumenata.

„Kretanje kapitala između različitih ekonomskih subjekata odvija se na primarnom ili sekundarnom tržištu. Primarno tržište je emisijsko, inicijalno tržište na kojem se novi vrijednosni papiri nude investitorima na prodaju, dok se likvidnost tržišta kapitala potvrđuje kroz proces trgovanja na sekundarnim tržištima. Emisijom vrijednosnih papira prikuplja se nepotrošeni dohodak investitora i povećava kapital izdavatelja ako se radi o emisiji dioničkog kapitala, odnosno dugoročno se posuđuje kapital ako se radi o emisiji duga ili obveznica. (...) Sama prodaja vrijednosnih papira može imati oblik javne ponude usmjerene najširoj investicijskoj javnosti ili privatnog plasmana usmjerenog na poznatog investitora ili ograničenu skupinu kupaca najčešće institucionalnih investitora.

Na sekundarnom ili transakcijskom tržištu odvija se trgovanje prethodno izdanim vrijednosnim papirima koji preprodajom mijenjaju vlasnike prije njihova dospelja. Sekundarna tržišta nude pogodnosti dobavljačima, ali i korisnicima sredstava, jer osiguravaju likvidnost, kao i informacije o vrijednosti njihova ulaganja ili cijenama kao vrijednost emitenta iz perspektive investitora. Iz navedenog proizlaze dvije važne funkcije sekundarnih tržišta: 1. osiguranje

likvidnosti financijskih instrumenata; i 2.određivanje cijene u procesu trgovanja.“ (Olgić Draženović, 2012: 18)

Osim navedena 2 tržišta, postoje također tercijarno i kvartarno tržište. Na tercijarnom tržištu trguje se vrijednosnim papirima uvrštenim na burzu preko OTC tržišta (engl. over the counter markets), dok se na kvartarnom trguje velikim blokovima vrijednosnih papira uvrštenih na burzu, ali bez posredovanja brokera. Burze i OTC tržišta su organizirana tržišta koja olakšavaju proces investiranja budući da se transakcije obavljaju vrlo efikasno i jeftino, kupnja i prodaja vrijednosnih papira predstavljaju procjene vrijednosti i perspektive emitenata i njihovih vrijednosnih papira, dok su cijene vrijednosnih papira podložne čestim, ali isto tako i malim promjenama.

„Burza kao platforma trgovanja s organiziranom infrastrukturom i strogo formaliziranim procedurama uvrštenja pruža niz prednosti za sve sudionike u transakcijama. Emitent je uvrštenjem nagrađen publicitetom i prepoznatljivošću na tržištu, poboljšanim pristupom financijskim tržištima uz neprestani proces procjene vrijednosti emitenta odnosno cijene njihovih dionica. S druge strane, investitori su u mogućnosti primijeniti optimalnu strategiju ulaganja.“ (Olgić Draženović, 2012: 19)

S druge strane, na OTC tržištima se transakcije odvijaju putem sofisticirane elektroničko-komunikacijske mreže, i nemaju fizičko mjesto trgovanja. Ovdje se radi o dilerskim tržištima na kojima dileri čuvaju vrijednosne papire po kotiranim cijenama. Ova tržišta ne zahtijevaju članstvo kao uvjet za trgovanje. Većinom se trguje vrijednosnim papirima mali te nepoznatih tvrtki s kratkom poviješću trgovanja, tvrtki regionalnog značaja, ili tvrtki koje ne mogu ispuniti određene zahtjeve kako bi bile uvrštene na organizirane burze.

U sljedećem potpoglavlju su navedeni dionici na tržištu kapitala.

2.2.2. Dionici tržišta kapitala

Kako bi tržište kapitala funkcioniralo i efikasno se razvijalo, potrebno je imati velik broj tržišnih sudionika. U nastavku su navedene skupine koje se nalaze na tržištu kapitala.

„Interesne skupine različitih transakcijskih zahtjeva, motiva i karakteristika mogu se podijeliti u četiri temeljne kategorije: emitente, investitore, posrednike i ostale sudionike. Svi sudionici djeluju na tržištu unutar institucionalnog okvira kojeg čine burze, OTC tržišta, nadzorna tijela i depozitarne institucije.“ (Olgić Draženović, 2012: 20)

Emitenti odnosno izdavatelji vrijednosnih papira mogu se definirati kao korisnici kapitala koji posjeduju povjerenje investitora kako će njihova sredstva biti efikasno iskorištena s ciljem osiguranja odgovarajućeg prinosa na ulaganja. U emitente ubrajamo dionička društva, države, gradove te lokalne zajednice, financijske institucije. Oni prikupljaju kapital za investicijske projekte, proširenje ili financiranje tekuće djelatnosti.

Investitori ili ulagatelji u vrijednosne papire predstavljaju pravne ili fizičke osobe koje ulažu svoja ili tuđa sredstva u posao u sadašnjosti, s time da je očekivani profit u budućnosti.

Kako navodi Olgić Draženović (2012), brojni faktori utječu na visinu nepotrošenog dijela dohotka koji je raspoloživ za posuđivanje deficitarnim jedinicama, a oni su: opće razine kamatnih stopa na financijskom tržištu, visine dohotka stope štednje dobavljača sredstava, rizika ulaganja u financijske instrumente, ekonomskih uvjeta (inflacija, stopa nezaposlenosti, ekonomski rast i sl.) i smjera monetarne politike (ekspanzivna ili restriktivna monetarna politika).

Gledajući s aspekta financijskog tržišta, postoje dvije vrste investitora: pojedinačni i institucionalni. Pojedinačni investitori su fizičke osobe koje samostalno ili uz savjet ovlaštene osobe kupuju i prodaju vrijednosne papire na financijskom tržištu, dok su institucionalni investitori specijalizirane financijske institucije, intermedijari, odnosno društva koja investiraju vlastiti i prikupljeni kapital te formiraju diverzificirani portfolio vrijednosnih papira.

„Tržište kapitala izuzetno je važno za institucionalne investitore, jer povećava fleksibilnost u intermedijacijskom procesu i omogućava im izlaznu strategiju. Nadalje, tržište kapitala osigurava investorima razmjenu informacija, kontinuiranu evaluaciju emitenata i daje procjenu kretanja makroekonomskih fundamenata.“ (Olgić Draženović, 2012: 21)

Nadalje, na tržištu kapitala postoje i **posrednici** koji djeluju između investitora i korisnika kapitala na zakonom propisani način i pod strogim je nadzorom državnih tijela. Kao najvažniji posrednici mogu se izdvojiti sljedeći: brokeri (burzovni mešetari), dileri i investicijski bankari. Kao agenti investitora u okviru kupovine i prodaje instrumenata na tržištu kapitala djeluju brokeri odnosno čisti posrednici. Posluju u tuđe ime i za tuđi račun. Brokeri moraju biti

registrirani te opunomoćeni od strane tržišta na kojem trguju. Veliku većinu zarade ostvare na način zastupanja institucionalnih investitora budući da posreduju u trgovini velikim količinama vrijednosnih papira. Postoje diskontne brokerske kuće i brokerske kuće s kompletnim zaslugama. Diskontne kuće izvršavaju naloge te provode obračun, dok druga vrsta brokerskih kuća provode istraživanja i prognoze kretanja na financijskim tržištima, upravljaju imovinom, vrše usluge obračuna, savjetuju klijente i slično.

Kako navodi Olgić Draženović (2012), dileri predstavljaju posrednike koji garantiraju da će investitor u svakom trenutku moći prodati ili kupiti vrijednosni papir koje drži na zalihama po ponudbenim cijenama.

Dileri dolaze na vlasničku poziciju i preuzimaju znatan rizik, za razliku od brokera. Dileri održavaju tržište likvidnim te ohrabruju ulagače kako bi kupovali instrumente koji su inače neprihvatljivi te tako rješavaju problem nekoordiniranosti trgovanja na tržištima kapitala.

Kao ostali sudionici na tržištu kapitala pojavljuju se financijski analitičari, revizori, mediji te nakladnici. Spomenuti sudionici pribavljaju, provjeravaju i plasiraju informacije širokoj javnosti i drugim zainteresiranim stranama.

U tablici u nastavku su detaljno prikazani sudionici dugoročnog segmenta na financijskom tržištu i njihovi ciljevi.

Tablica 3. Sudionici i ciljevi dugoročnog segmenta financijskog tržišta

Emitenti	Financijski intermedijari	Institucionalni i individualni investitori
<ul style="list-style-type: none"> - država i državne agencije - jedinice lokalne uprave i samouprave - poduzeća - komercijalne banke - strane institucije 	<ul style="list-style-type: none"> - primarni dileri - ostali dileri i brokери - komercijalne banke - investicijske banke 	<ul style="list-style-type: none"> - države - mirovinski fondovi - osiguravajuća društva - uzajamni fondovi - komercijalne banke - poduzeća - strane institucije - domaćinstva
Ciljevi		
<ul style="list-style-type: none"> - Prodaja vrijednosnih papira uz prihvatljivu tržišnu cijenu - Uredna i likvidna sekundarna tržišta vrijednosnih papira - Učinkovito mijenjanje i prilagođavanje odluka prema tržišnim okolnostima pri novim emisijama vrijednosnih papira - Kreiranje i emitiranje vrijednosnih papira koje najbolje odgovaraju potrebama tržišta 	<ul style="list-style-type: none"> - Pružanje usluga za stvaranje primarnog tržišta – ponude na aukcijama, vođenje emisija i distribucija - Omogućavanje urednog poslovanja na sekundarnom tržištu - Pružanje usluga za upravljanje imovinom i rizikom - Omogućavanje trgovine vrijednosnim papirima 	<ul style="list-style-type: none"> - Kupnja vrijednosnih papira uz različite odnose rizika i povrata uz prihvatljivu cijenu - Diverzifikacija uz niske troškove - promjena prethodnih odluka uz niske troškove - Pristup instrumentima zaštite od rizika – financijske izvedenice (derivati) - dobivanje informacija (npr. Kreditni rejting) uz niske troškove

Izvor: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>

U sljedećem potpoglavlju rada su navedene temeljne odrednice razvoja tržišta kapitala.

2.2.3. Odrednice razvoja tržišta kapitala

Razvijeno tržište kapitala utječe na uspješnost uključivanja nacionalne privrede u svjetske financijske tijekove i na razvoj nacionalne ekonomije te financijskog sustava.

„Za razvoj dugoročnog segmenta financijskog tržišta moraju se ispuniti određene pretpostavke:

1. Zakonodavni i institucionalni okvir
2. Politička i makroekonomska stabilnost
3. Širenje baze investitora.“ (Olgić Draženović, 2012: 24)

Kako bi se stvorilo tržište kapitala, potrebno je regulirati osnovne infrastrukture financijskog tržišta pomoću zakonodavnog okvira te transparentne i učinkovite institucionalne baze, kako ne bi došlo do gubitka zaštite prava kreditora i dioničara i nemogućnosti pristupa kvalitetnim informacijama te nekvalitetnog korporativnog upravljanja. „Zakonodavni okvir u najširem smislu podrazumijeva adekvatnu i pravovremenu uspostavu primjerene legislative i pravnog sustava čime si osigurava efikasno funkcioniranje sustava. (...) Institucionalni čimbenik uključuje osnivanje institucija za nadzor i kontrolu trgovanja na financijskom tržištu, institucije za prijebor i namiru, uspostavu jeftinih i učinkovitih platformi za sekundarno trgovanje, a od posredne je važnosti i neovisnost središnje banke.“ (Olgić Draženović, 2012: 24)

Razvoj tržišta kapitala determiniraju makroekonomski faktori koji su navedeni u nastavku: stopa nacionalnog dohotka, stopa investicija, stopa štednje, realna kamatna stopa. Zbog otežanog pristupa financiranju privatnog sektora visina javnog duga i inflacija mogu imati negativni utjecaj na razvoj tržišta kapitala. „Panel istraživanjem 42 tranzicijske zemlje za razdoblje od 1990.-2004. godine, Yartey (2008) je dokazao da od makroekonomskih faktora na tržište kapitala posebno utječu: razina dohotka, investicije, razvoj bankovnog tržišta, tijek privatnog kapitala i likvidnost tržišta kapitala. Od institucionalnih determinanti utjecaj je dokazan za pravno okruženje, politički rizik i kvalitetu birokracije.“ (Olgić Draženović, 2012: 24)

Još jedna od važnih odrednica razvoja tržišta kapitala može se izdvojiti i financijska intermedijacija. „Hryckiewicz (2009) je dokazao značaj aktivnosti institucionalnih investitora,

u najvećoj mjeri pokrenut putem mirovinskih reformi, za tržišta kapitala u zemljama Srednje i Istočne Europe.“ (Olgic Draženović, 2012: 25)

Do povećanja likvidnosti dolazi širenjem baze investitora, te se smanjuje značaj financijskih šokova svih strategija i sklonosti riziku određenih investitora. Također, povećava se i potražnja za vrijednosnim papirima. Napori koji su usmjereni na širenje baze investitora prvobitno se trebaju usmjeriti ka institucionalnim investitorima, posebno u inicijalnim naporima za razvoj tržišta.

U sljedećem poglavlju su detaljno definirani mirovinski fondovi, povijest nastanka i njihov razvoj, koje vrste postoje i detaljno opisan svaki od njih.

3. MIROVINSKI FONDOVI

U ovom su poglavlju definirani mirovinski fondovi, njihov nastanak i razvoj tijekom povijesti te koje vrste mirovinskih fondova postoje.

Kako navodi Olgić Draženović (2012), mirovinski fondovi predstavljaju financijske institucije koje prikupljaju doprinose članova za vrijeme njihova radnog vijeka, a ulog uvećan za do tada ostvarenu dobit isplaćuju investitorima prilikom stupanja u mirovinu putem redovnih mjesečnih isplata. Svaki investitor vlasnik je osobnog računa u sklopu mirovinskog fonda, iz kojeg je vidljiva visina raspoloživih sredstava, odnosno iznos rente po odlasku u mirovinu.

Kako bi se osigurao kvalitetan život i tijekom umirovljenja, postoji mirovinsko osiguranje kao veoma važan dio sustava socijalne sigurnosti. Tako se sustav mirovinskog osiguranja temelji na nekoliko propisanih zakona koji će biti navedeni u nastavku rada. Važno je napomenuti i kako se sustav mirovinskog osiguranja sastoji od 3 stupa: prvi i drugi stup predstavljaju **obvezno mirovinsko osiguranje**, dok treći stup predstavlja **dobrovoljno mirovinsko osiguranje**. Detaljnije će o svakoj vrsti osiguranja biti riječi u nastavku rada.

Mirovinski fondovi su se prvi puta pojavili u SAD-u 1759. godine, dok je prvi korporativni mirovinski fond osnovan od strane željezničke kompanije American Express Company 1875. godine. Više o samoj povijesti i prvim mirovinski fondovima bit će rečeno u sljedećem potpoglavlju.

3.1. Povijest nastanka i razvoja mirovinskih fondova

Kako je već navedeno u prethodnom dijelu rada, mirovinski se fondovi počinju pojavljivati u SAD-u 1759. godine, a kako navodi Olgić Draženović (2012), prvi korporativni mirovinski fond osnovala je željeznička kompanija American Express Company 1875. godine. Do 1940. godine osnovano je 400 mirovinskih fondova, uglavnom za zaposlene u izgradnji infrastrukture, bankarstvu i djelatnosti javnih službi. Nakon drugog svjetskog rata bilježi se njihova ekspanzija u svim razvijenim zemljama. Posebnu ekspanziju doživljavaju posljednjih 20-ak godina uslijed reformi mirovinskih sustava u mnogim razvijenim i tranzicijskim zemljama te predstavljaju najbrže rastući segment financijskog posredovanja.

Kako se život populacija sve više poboljšavao, životni vijek je postajao sve duži, natalitet je pao, sve je dovelo do naglog širenja ovih institucija. U ponekim zemljama su se doprinosi koji se uplaćuju u mirovinske fondove oslobađali su se poreza, a tako je vrijedilo i za oporezivanje kapitalnih dobitaka koje ostvaruju fondovi.

„Mirovinski fondovi u Republici Hrvatskoj započeli su s radom 2002. godine, nakon starta mirovinske reforme koja je bitno izmijenila i unaprijedila strukturu financijskog tržišta. Od 1991. do 2001. godine vođeni mirovinski sustav je postojao u formi generacijske solidarnosti („pay-as-you-go“) te je zbog izrazito neučinkovitog i skupog sustava prijetio urušavanjem. Novi institucionalni okvir stvorio je preduvjete za efikasniji mirovinski sustav temeljen na tri stupa.“ (Olgić Draženović, 2012: 146)

Kako je stvoren prethodno navedeni sustav, zamišljen je na principu prvog mirovinskog stupa koji predstavlja obvezno mirovinsko osiguranje, te druga dva stupa koja su vođena privatno: drugi stup koji je obavezan i treći dobrovoljni stup. Mirovine se u drugom i trećem stupu financiraju iz osobne kapitalizirane štednje osiguranika, te se prikupljena sredstva ulažu na domaćem i inozemnom financijskom tržištu.

„Mirovinsko osiguravajuće društvo predstavlja društvo koje obavlja isplatu mirovina iz drugog i trećeg stupa mirovinskog osiguranja. Na račun će tog društva u trenutku umirovljenja mirovinsko društvo koje je do sada upravljalo vašim mirovinskim fondom uplatiti cjelokupni prikupljeni iznos s vašeg osobnog računa kao člana mirovinskog fonda u mirovinsko osiguravajuće društvo koje s vama kao budućim korisnikom mirovine sklapa ugovor o mirovini, na temelju kojega se određuje i isplaćuje mirovina.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Nešto više o dobrovoljnom i obveznom mirovinskom fondu bit će navedeno u nadolazećim poglavljima.

3.1.1. Mirovinski fondovi suvremenih društava

U nastavku je dana definicija mirovinskih fondova te navedene koje sve vrste mirovinskih fondova postoje uzimajući u obzir razne kriterije i principe.

Postavlja se pitanje što je zapravo mirovinski fond? Mirovinski fond, prema HANFI, je imovina bez pravne osobnosti i u njemu se prikuplja novac koji uplaćuju njegovi članovi, koji su ujedno i vlasnici fonda. Zadaća je društva koje upravlja mirovinskim fondom ulaganje tog novca radi povećanja vrijednosti imovine fonda.

Mirovinski fond osniva, ali i njime upravlja mirovinsko društvo. U Središnjem registru osiguranika se vodi iznos na osiguranikovu osobnom računu, a on ovisi o iznosu doprinosa koje uplaćuje poslodavac u fond i o načinu upravljanja fondom.

„Za razliku od ostalih institucionalnih ulagatelja, osnovni principi djelovanja mirovinskih fondova odnose se na sigurnost, disperziju rizika i održavanja potrebne likvidnosti, a ne primarno maksimiziranja profitabilnosti ulaganja. S obzirom na zahtjev sigurnosti ulaganja te predvidivosti novčanih tijekova na dugi rok, mirovinski fondovi ulažu prikupljena sredstva u dugoročni segment financijskog tržišta. (...) Osim uloge kreditora i vjerovnika države, javljaju se i kao značajni ulagatelji u korporativni sektor.“ (Olgić Draženović, 2012: 37-38)

Postoje dvije vrste mirovinskih fondova s obzirom na primijenjeni način izračuna visine mirovina, a to su mirovinski fondovi s definiranim naknadama (definiranih iznosa isplata) i mirovinski fondovi definiranih doprinosa. Kod sustava definiranih naknada, kako navodi Olgić Draženović (2012), visina mirovine je starosna, izračunava se s obzirom na prethodna primanja osiguranika i trajanja uplate u sustav osiguranja ili mirovinski staž. Takvu mirovinsku formulu u pravilu primjenjuju javni i tekuće financirani sustavi mirovinskog osiguranja.

Kod sustava definiranih doprinosa određuje se visina doprinosa osiguranika koji se dobrovoljno ili obvezno uplaćuje u sustav osiguranja, tijekom radnog vijeka. Pritom se takva sredstva investiraju na tržištu čiji je cilj ostvarenje dobiti, a samim time i dobivaju karakter individualne kapitalizirane štednje. Prikupljena sredstva se pri umirovljenju osiguranika pretvaraju u periodično doživotno davanje, odnosno mirovinu. Visina mirovine ovisi o ostvarenom povratu. Kao prednost u odnosu na prethodno navedeni sustav, kod sustava definiranih doprinosa postoji izravna veza između uplaćenih doprinosa i isplaćenih naknada. Dok je nedostatak zaštita kumuliranih sredstava od inflacije i osiguranje ulaganja od prikupljenih sredstava u imovinu koja bi trebala donijeti odgovarajuću dobit.

„Pokrivenost izdataka mirovinskog sustava kapitaliziranim sredstvima može biti stvarna i potpuna (engl. Fully funded plan) ili samo knjigovodstvena, kao što je to u sustavu fiktivno (zamišljeno) određenih doprinosa (engl. Notional defined contribution plan – NDC). U NDC sustavu, mirovine se izračunavaju temeljem cjeloživotnih doprinosa i očekivanog trajanja života dobne skupine (skupine) osiguranika s obzirom na standardnu dob umirovljenja. Iznos mirovine ovisi najviše o uplaćenim doprinosima i procijenjenoj stopi povrata. Stopa povrata se utvrđuje diskreciono, a iznos mirovine ovisi o očekivanom i indeksiranom kapitalu koji se prikupi u mirovinskoj osnovici.“ (Olgić Draženović, 2012: 39)

Postoje dva načina upravljanja mirovinskim fondovima, interno i eksterno. U formi trustova su organizirani u anglosaksonskim ekonomijama, a u ostalim zemljama su česte fondacije ili osiguravajuća društva.

„S obzirom na upravljanje razlikuju se:

- Privatni mirovinski fondovi – kojima upravljaju privatne korporacije (banke, osiguravajuća društva i sl.)
- Državni mirovinski fondovi - kojima upravljaju državne ili lokalne vlasti
- Mirovinski fondovi pod pokroviteljstvom države.“ (Leko, 2004: 54)

Mirovinski se fondovi osnivaju kao dobrovoljni ili obvezni fondovi, te posluju kao otvoreni ili zatvoreni. Kod otvorenih omogućava se pristup svim punoljetnim građanima, a kod zatvorenih se članstvo ograničava samo na određenu skupinu građana.

„Mirovinski fondovi u Hrvatskoj nemaju pravnu osobnost, oni su samo imovina s posebnim statusom. Osnivaju ih i njima upravljaju mirovinska društva (d.d. ili d.o.o.) pri čemu je upravljanje ograničeno na jedan obvezni mirovinski fond, dok kod dobrovoljnih mirovinskih fondova ne postoje ograničenja. Osim navedenih institucija infrastruktura mirovinskog sustava uključivala je još dvije nove institucije:

- A. HAGENA – institucija zadužena za nadzor cjelokupnog mirovinskog sustava te za poslovanje mirovinskih fondova i mirovinskih osiguravajućih društava. Njezinu ulogu od 2006. godine preuzela je HANFA.
- B. REGOS (Središnji registar osiguranika) – tehničko središte zaduženo za prikupljanje svih potrebnih podataka nužnih za djelotvorno funkcioniranje sustava.“ (Olgić Draženović, 2012: 147)

„HANFA = Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga je nadzorno tijelo u čiji djelokrug i nadležnost spada nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje te usluge pružaju. Hanfa provodi nadzor nad poslovanjem burzi i uređenih javnih tržišta, investicijskih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, brokera i investicijskih savjetnika, vezanih zastupnika, središnjeg klirinškog depozitarnog društva, društava za osiguranje i reosiguranje, zastupnika i posrednika u osiguranju i reosiguranju, društava za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, mirovinskih osiguravajućih društava, investicijskih i mirovinskih fondova, Središnjeg registra osiguranika, Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji, Umirovljeničkog fonda i pravnih osoba koje se bave poslovima leasinga i faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti. Hanfa je osnovana 2005. godine spajanjem triju postojećih nadzornih institucija: Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja i Direkcije za nadzor društava za osiguranje.“ (<https://www.hanfa.hr/o-nama/>)

U sljedećem su potpoglavlju detaljnije navedene vrste mirovinskih fondova te njihova obilježja.

3.1.1.1. Vrste mirovinskih fondova

Kako je do sada već spomenuto, mirovinsko se osiguranje smatra izuzetno važnim u sustavu socijalne sigurnosti. Stoga se mirovinsko osiguranje dijeli na tri stupa koja su navedena u prethodnom potpoglavlju te će detaljnije biti opisani u nastavku.

Kako prvi i drugi stup čine obvezno mirovinsko osiguranje, smatraju se uporištima na kojima počiva most, pa se stoga treći stup, dobrovoljno mirovinsko osiguranje, može dočarati kao arhitektonski dodatak mostu bez kojega on ne može stajati, a samim time ga čini kvalitetnijim.

3.1.1.1.1. Obvezni mirovinski fondovi

Prethodno spomenuti prvi i drugi stup mirovinskog osiguranja su detaljno opisani u nastavku ovog poglavlja.

Prvi se stup mirovinskog osiguranja naziva *stup generacijske solidarnosti*. To bi značilo da osobe koje su u radnom odnosu izdvajaju doprinose za mirovinsko osiguranje iz kojih se

isplaćuje mirovina sadašnjim korisnicima prava na mirovinu. Prvi se stup također financira i iz državnog proračuna.

„Za provedbu mirovinskog osiguranja na temelju generacijske solidarnosti nadležan je Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Prema (<https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/>), pravo na mirovinu može se ostvariti npr. zbog starosti (starosna mirovina), djelomičnog ili potpunog gubitka radne sposobnosti (invalidska mirovina) ili u slučaju smrti osiguranika ili korisnika (kada članovi obitelji mogu ostvariti pravo na obiteljsku mirovinu).

Ukoliko osoba obavlja samostalnu ili profesionalnu djelatnost, ili je u radnom odnosu, postaje obveznik izdvajanja doprinosa u prvi stup mirovinskog osiguranja.

Zakonom određena stopa izdvajanja doprinosa iznosi 15% od bruto plaće svakog osiguranika.

„Prvi stup mirovinskog osiguranja obavezan je i jedan je za sve osiguranike, za razliku od drugog stupa, koji je također obavezan, ali u njemu imate pravo na izbor fonda.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Drugi stup mirovinskog osiguranja predstavlja *individualnu kapitaliziranu štednju*, što označava osobnu imovinu korisnika (osiguranika), odnosno sredstva koja se uplaćuju evidentiraju se na osobni račun osiguranika. Za razliku od navedenog, kod kapitalizirane štednje zapravo osiguranik ostvaruje prinos od ulaganja. Postotak uplaćivanja u drugi stup je 5% od bruto plaće, a obvezni mirovinski fond i njegovu kategoriju osiguranik bira sam radi uplaćivanja iznosa.

„Važno je naglasiti da se u okviru ovog stupa mirovinskog osiguranja faza prikupljanja sredstava odvija putem obveznih mirovinskih fondova, dok se faza isplate mirovina odvija isključivo putem mirovinskih osiguravajućih društava.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Obvezni mirovinski fondovi ulažu u obveznice, dionice, depozite, udjele u investicijskim fondovima i slično.

Postoje također i tri podskupine, odnosno kategorije A, B i C. Uvedene su Zakonom o obveznim mirovinskim fondovima 2014. godine.

„Budući da mirovinsko društvo upravlja samo jednim obveznim mirovinskim fondom svake kategorije, možete biti članom samo jednog obveznog mirovinskog fonda jedne od kategorija u isto vrijeme i imati samo jedan osobni račun. Sredstva na osobnom računu u obveznom mirovinskom fondu ne mogu biti predmet ovrhe ili osiguranja protiv vas niti dio vaše stečajne ili likvidacijske mase te se ne mogu izdati u zalog niti prenijeti u korist ikoga drugog osim vas.“(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Svaka zaposlena osoba ima pravo izabrati svoj obvezni mirovinski fond i njegovu kategoriju, no ukoliko to ne učini najkasnije do 6 mjeseci od zaposlenja, REGOS automatski dodjeljuje osiguraniku mirovinski fond kategorije B po upravljanjem jednog od mirovinskih društava. Uz odabir kategorije obveznog mirovinskog fonda dolaze i određeni rizici koji se odnose na ulaganje novca, dok strategiju ulaganja donosi mirovinsko društvo.

„Dakle, pojam rizika je nerijetko povezan s profitom pa preuzimanje većeg rizika doista može donijeti veći profit, ali svakako treba naglasiti, i veću mogućnost gubitka dijela uložених sredstava.“(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Također, postoje rizici kod svake kategorije obveznog mirovinskog fonda koji se odnose na ulaganje novca. Tako preuzimanje većeg rizika može doprinijeti većem profitu, ali i većoj mogućnosti gubitka dijela uložеног novca. Stoga, najveći rizik preuzimaju članovi kategorije A, a najmanji članovi kategorije C.

Postoje tri kategorije obveznih mirovinskih fondova koje su spomenute u prethodnom paragrafu. Kao najrizičnija kategorija obveznog mirovinskog fonda navodi se kategorija A zbog njegove strategije ulaganja. U kategoriji A veći dio imovine mogu činiti prenosivi vrijednosni papiri, točnije, prema HANFI, do 55% neto vrijednosti imovine fonda smije biti izloženo dioničkom tržištu. Količina rizika koja proizlazi iz ulaganja u dionice u načelu je već od količine rizika koja se preuzima ulaganjem u dužničke vrijednosne papire, jer su dionice općenito izloženiye riziku promjene cijena nego što su to dužnički vrijednosni papiri.

„Ipak, strategijom ulaganja obveznog mirovinskog fonda kategorije A određeno je kako najmanje 30% imovine mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente

tržišta novca čiji je izdavatelj Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD) te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice odnosno države članice OECD-a.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Ova je kategorija namijenjena prvenstveno mladim ljudima koji su tek započeli radni odnos. No, ukoliko član kategorije A ima oko 40 godina i želi preuzeti veći rizik, u njemu može ostati najkasnije do 10 godina prije nego ode u starosnu mirovinu. Tada REGOS prebacuje takvog člana u kategoriju B.

Kod kategorije B rizik je veći nego što ga preuzimaju članovi kategorije C, no manji je pak od onoga u kategoriji A. „Najmanje 50% imovine fonda kategorije B mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca čiji je izdavatelj Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice odnosno države članice OECD-a. Kroz ograničenje ulaganja u prenosive vlasničke vrijednosne papire od najviše 35% imovine fonda postiže se manja izloženost toj vrsti imovine nego kod fondova kategorije A.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

U kategoriji B član može biti do 5 godina prije planiranog odlaska u mirovinu, a nakon toga REGOS člana prebacuje u kategoriju C.

Ukoliko se član fonda odluči za kategoriju C, preuzima najmanji rizik od navedena 3 fonda. U ovoj je kategoriji ulaganje u prenosive vlasničke vrijednosne papire zabranjeno, a najmanje 70% imovine mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca čiji je izdavatelj RH, druga članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice odnosno države članice OECD-a.

Ukoliko član želi promijeniti svoj obvezni mirovinski fond, može to učiniti u poslovnici FINA-e ili na šalteru REGOS-a, no uvjet je da je prošlo više od 14 dana od prethodne promjene mirovinskog fonda. Ukoliko se mijenja mirovinski fond, mijenja se također i mirovinsko društvo (ukoliko se ne mijenja samo kategorija unutar obveznog mirovinskog fonda), budući da svako mirovinsko društvo upravlja jednim obveznim mirovinskim fondom svake od kategorija.

Imovina u obveznom mirovinskom fondu pripada članovima fonda, dok mirovinsko društvo njome samo upravlja. Ukoliko član premine, a članovi obitelji nemaju pravo na obiteljsku mirovinu, ukupna se kapitalizirana sredstva s računa preminulog člana stavljaju u predmet nasljeđivanja prema zakonu koji uređuje pravo nasljeđivanja.

„Svako mirovinsko društvo mora izabrati depozitara (kreditnu instituciju ili podružnicu kreditne institucije koja ima odobrenje HANFE za obavljanje tog posla), kojem će povjeriti na čuvanje imovinu iz mirovinskog fonda, a koji se može zamisliti kao skrbnika koji čuva imovinu obveznog mirovinskog fonda na posebnom računu.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Kako bi se članovi obveznog mirovinskog fonda zaštitili od moguće „propasti“ fonda, iako u pravilu mirovinski fond ne može propasti, zakonom je donesena odluka o *zajamčenom prinosu*. Dakle, svakom se članu fonda jamči prinos u visini referentnog prinosa određene kategorije mirovinskih fondova umanjenog za 12 postotnih bodova u kategoriji A, 6 postotnih bodova u kategoriji B i 3 postotna boda u kategoriji C. Prema (<https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/>), Stopa referentnog prinosa računa se kao aritmetička sredina prosječnih godišnjih prinosa svih mirovinskih fondova iste kategorije za razdoblje od prethodne tri kalendarske godine, pri čemu pojedini fond sudjeluje proporcionalno s obzirom na svoj udio u ukupnoj neto vrijednosti imovine svih mirovinskih fondova iste kategorije.

Mirovinsko je društvo obvezno na svojim internetskim stranicama objavljivati za svaki dan vrednovanja neto vrijednost imovine i vrijednost obračunske jedinice mirovinskog fonda. Ima obvezu usvojiti i objaviti statut mirovinskog fonda, zatim informativni prospekt mirovinskog fonda, tromjesečne i revidirane godišnje izvještaje za mirovinski fond kojim upravlja, te svaki poslovni i pravni događaj vezan uz mirovinsko društvo ukoliko oni utječu na poslovanje mirovinskog fonda.

U nastavku je detaljnije opisan treći stup mirovinskog osiguranja te koje su njegove značajke.

3.1.1.1.2. Dobrovoljni mirovinski fondovi

Treći stup mirovinskog osiguranja predstavlja dodatak koji osiguranik može *dobrovoljno* izabrati i također predstavlja *individualnu kapitaliziranu štednju*. Ovaj stup nosi veću razinu fleksibilnosti od prvog i drugog stupa. No, ukoliko član želi u bilo kojem trenutku raskinuti ugovor o članstvu, može ga raskinuti bez navođenja ikakvog posebnog razloga u roku od 15 dana od dana prve uplate na osobni račun u fondu, pisanom izjavom upućenom mirovinskom društvu.

Ukoliko ste član dobrovoljnog fonda, imate pravo na članstvo u jednom fondu ili više njih. Član u dobrovoljnom mirovinskom fondu ostvaruje pravo na isplatu državnih poticajnih sredstava, a ako je član u više fondova ostvaruje pravo na isplatu državnih poticajnih sredstava samo u jednom mirovinskom fondu te će ta državna sredstva biti isplaćena samo jednom godišnje za prethodnu godinu.

„Prikupljanje sredstava u okviru trećeg stupa mirovinskog osiguranja odvija se putem dobrovoljnih mirovinskih fondova, dok isplatu mirovina obavljaju mirovinska osiguravajuća društva, a iznimno i mirovinska društva, koja mogu obavljati privremenu isplatu mirovina iz dobrovoljnih mirovinskih fondova.“
(<https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>)

Za treći je stup zakonom određeno da ulaganjem u dobrovoljne mirovinske fondove osiguranik stječe pravo na državna poticajna sredstva, a ona iznose 15% od ukupno uplaćenog doprinosa u prethodnoj kalendarskoj godini (najviše do 750,00 kn godišnje), što može biti promjenjivo. Osiguranik sam sebi određuje iznos koji će mjesečno uplaćivati, ali se pravo podizanja ostvarenog mirovinskog fonda ostvaruje s navršenih 50 godina života.

Kao i kod obveznog mirovinskog fonda, ukoliko član dobrovoljnog fonda premine, njegova se sredstva uzimaju u predmet nasljeđivanja u skladu s propisanim zakonom koji uređuje pravo nasljeđivanja.

Postoje dvije vrste dobrovoljnih mirovinskih fondova: **otvoreni i zatvoreni**. Kod otvorenog je specifično da su namijenjeni svim fizičkim osobama, dok je zatvoreni namijenjen zaposlenicima određenog poslodavca odnosno pokrovitelja koji je osnova fond za svoje zaposlenike, za sindikat koji želi osnovati fond za svoje članove, za članove udruge samostalnih djelatnosti ili za samozaposlene osobe. Pritom su i pokrovitelj i mirovinsko društvo obavezni informirati članove fonda o mogućnostima koje im pruža njihovo članstvo u fondu te ih

informirati o njihovim pravima i obvezama koje imaju kao članovi spomenutog fonda. Članove otvorenog fonda mirovinsko društvo također informira jednom godišnje o detaljima koji se odnose na njihove članove.

3.2. Izazovi s kojima se susreću obvezni mirovinski fondovi

U ovom su poglavlju navedene poteškoće i izazovi unutar obveznih mirovinskih fondova.

Mirovinski se sustav u Hrvatskoj susreće s mnogim poteškoćama, isto kao i mirovinski sustavi u drugim zemljama središnje i istočne Europe. Poteškoće su uzrokovane raznim čimbenicima, od kojih su nepovoljni odnosi između broja osiguranika umirovljenika, velik je broj umirovljenika s malim mirovinama, visoka su izdvajanja za mirovinsko osiguranje, prerani odlazak u mirovinu uz razmjerno kratak staž osiguranja, povećava se očekivano trajanje života, zatim dugotrajno korištenje mirovinskih prava.

„Javni mirovinski sustavi zbog starenja stanovništva te slabe povezanosti uplaćenih doprinosa i visine mirovine postali su predmet velikih transfera iz proračuna središnje države jer se tek nešto više od polovice ukupnih mirovinskih rashoda pokriva prihodima od doprinosa. Stoga je mirovinski sustav postao uzročnik ozbiljnog fiskalnog deficita.“ (<https://hrcak.srce.hr/84898>)

Kako navodi Bejaković (2012), u cilju ublažavanja teškoća mirovinskog sustava u drugoj polovici 1990-ih Poljska i Mađarska uvele su i osobne mirovinske račune u privatnom sustavu kapitaliziranog osiguranja definiranih doprinosa. Taj je model uvelike poslužio drugim zemljama – pa i Hrvatskoj – prilikom provedbe njihovih mirovinskih reformi, odnosno prilikom uvođenja drugog (obveznog) i trećeg (dobrovoljnog) stupa kapitalizirane štednje.

Tako je donesen Zakon o mirovinskom osiguranju koji uvodi trodijelno mirovinsko osiguranje. Ubrzo su usvojeni Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima i Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovine na temelju individualne kapitalizirane štednje. Na temelju donesenih zakona, došlo je do poboljšanja i uređenja mirovinskog osiguranja: privatni nositelji osiguranja, definirani su doprinosi i osobni računi mirovinske štednje, kapitalno financiranje. Nakon toga su donesena 3 stupa mirovinskog osiguranja koja su detaljno opisana u prethodnom poglavlju.

„U drugoj polovici 1990-ih Hrvatska je uvela osobne mirovinske račune u privatnom sustavu kapitaliziranog osiguranja definiranih doprinosa koji je zaživio 2002. Drugi (obvezni) stup temelji se na individualnoj kapitaliziranoj štednji dijela mirovinskih doprinosa. Zatečeni osiguranici, mlađi od 40 godina, odnosno oni između 40 i 50 godina koji su se za to dobrovoljno opredijelili, dio svog doprinosa ulažu u drugi stup obvezne kapitalizirane štednje u mirovinskom fondu koji sami odaberu. (...) Najvažniji razlog uvođenja takvog oblika osiguranja bila je želja za diversifikacijom rizika, kako se sva sredstva, poput jaja ne bi držala samo u jednoj košari. Ujedno, željelo se potaknuti osiguranike na dulje ostajanje u svijetu rada i plaćanje doprinosa (odnosno smanjivanje izbjegavanja plaćanja) jer se sa sigurnošću može očekivati da će ljudi željeti raditi duže i u potpunosti plaćati mirovinske doprinose ako njihova mirovina izravno ovisi o uplaćenim doprinosima, što često nije slučaj u prvom stupu međugeneracijske solidarnosti.“ (<https://hrcak.srce.hr/219419>)

Kao zaključak, namjera je bila ublažiti nepovoljne učinke pretjerane preraspodjele koja je obilježavala sustav međugeneracijske solidarnosti.

Kako navodi Bejaković (2019), moguće kritike na kapitalizirano mirovinsko osiguranje obično su vezane uz ideološku nesklonost prema privatizaciji socijalnih prava kao što je mirovinsko osiguranje i smanjenoj ulozi države u tome, visokom tranzicijskom trošku, slabom i/ili nesigurnom povratu te visokim naknadama mirovinskih društava.

Važno je da i obvezni mirovinski stupovi i dobrovoljni osiguraju veću socijalnu sigurnost i veću razinu mirovine, tj. trebali bi na bolji način smanjiti rizik starosti, invalidnosti i smrti. Prema Bejakoviću (2019), rizici osiguranja se mogu podijeliti na više razina i na više nositelja osiguranja, što bi, prema ciljevima reforme, i za korisnike mirovina i za ukupna gospodarska kretanja trebalo biti povoljnije od mirovinskog osiguranja koje ovisi samo o tekućoj uplati doprinosa i generacijskoj solidarnosti.

U sljedećem su dijelu rada navedena tri obvezna mirovinska fonda u Republici Hrvatskoj, te koja su njihova obilježja, a zatim i analiza njihovog poslovanja.

4. OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ

Kako je već bilo spomenuto u radu, drugi stup mirovinskog sustava čine obvezni mirovinski fondovi. U Republici Hrvatskoj postoji četiri mirovinska društva, od kojih svako društvo ima kategoriju A, B i C. U nastavku su detaljno objašnjena tri odabrana društva te značajke svake od kategorija.

4.1. Allianz ZB d.o.o., Erste Plavi d.o.o. i PBZ Croatia Osiguranje d.d. – društva za obvezne mirovinske fondove

U nastavku su navedene karakteristike svakog od društava te njihove kategorije.

4.1.1. Osnovne informacije o Allianz ZB d.o.o.

„Allianz New Europe Holding GmbH dio je Allianz grupe koja je najveća europska i jedna od vodećih svjetskih osiguravajućih kuća, ali i jedna od najvećih i najcjeljenijih svjetskih financijskih institucija sa stogodišnjom tradicijom poslovanja. Na globalnoj razini Allianz je prisutan u gotovo 70 zemalja svijeta i ima preko 80 milijuna klijenata (klijenti Allianz su i mnoge ugledne svjetske kompanije poput Siemens, Mercedesa, Levi'sa, Formule 1, Reeboka, Air Francea...), a na vrhu internacionalne Grupe je Allianz SE sa sjedištem u Münchenu.“ (<https://www.azfond.hr/o-nama/osnivaci/>)

Kao jednu od glavnih funkcija Allianz ima upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, i to na globalnoj razini.

„Allianz Grupa se nalazi među vodećim dioničarima u Deutsche bank, Hypo bank, Bayerische Vereinsbank..., a Allianz SE je rangiran među prvih 30 svjetskih to kompanija po Forbse-u. Allianz New Europe Holding GmbH sa sjedištem u Beču, vlasnik je 51% Allianz ZB d.o.o. (...) Zagrebačka banka d.d. vlasnik je 49% Allianz ZB d.o.o. društva za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima.“ (<https://www.azfond.hr/o-nama/osnivaci/>)

Sjedište društva Allianz ZB d.o.o. nalazi se u Zagrebu.

Osoba se može učlaniti u AZ obvezni mirovinski fond osobno na šalteru REGOS-a u poslovnicama FINA-e, a od dokumenata je potrebno ponijeti osobni dokument sa slikom i OIB-om.

Svaka osoba ima pravo odlučiti kojoj će kategoriji pripasti, no ukoliko to ne odabere sama u roku od 6 mjeseci najviše, REGOS osobu dodjeljuje u kategoriju B određenog mirovinskog društva.

U nastavku su detaljno objašnjene karakteristike svake od kategorija ovog mirovinskog društva.

4.1.1.1. Kategorija A

Fond kategorije A čini posebnu imovine koja nema pravnu osobnost, a osniva se radi prikupljanja novčanih sredstava, na način da se uplaćuju doprinosi članova Fonda i ulažu sredstva na tržištima novca i kapitala. Cilj je povećanje vrijednosti imovine Fonda kako bi se osigurala isplata mirovine članovima Fonda, u skladu s zakonskim odredbama. Fond pripada članovima čija se vlasnička prava određuju uzimajući u obzir iznos sredstava na njihovim računima.

„U poslovanju s inozemstvom Fond će poslovati pod nazivom: AZ Obligatory Pension Fund Category A. Fond je osnovan dana 30. svibnja 2014. godine.“ (https://www.azfond.hr/wp-content/uploads/2020/02/2020_02_04_STATUT-AZ-OMF_A_final.pdf)

Depozitar ovoga fonda je OTP banka d.d., a valuta u fondu je hrvatska kuna. Početna vrijednost obračunske jedinice je 100,00 kn.

„Pokazatelj ukupnih troškova: u 2019. godini iznosio je 0,38%, a računa se kao omjer troškova koji se mogu plaćati iz imovine fonda i prosječne godišnje neto imovine fonda.

Naknada za upravljanje je 0,3%. Ulazna naknada iznosi 0,5%, dok izlazna u prvoj godini članstva iznosi 0,8%, u drugoj 0,4% , dok u trećoj 0,2% (u slučaju prelaska u fond pod upravljanjem drugog Društva). Nakon treće godine članstva ne naplaćuje se.“ (<https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/kategorija-a/osnovne-informacije-o-fondu/>)

U ovoj je kategoriji rizik najveći, no očekivani prinosi su viši u dužem periodu. Najprimjereniji je mlađim članovima fonda.

„Članovi ovog fonda mogu biti osobe koje do ispunjenja starosnih uvjeta za stjecanje prava na starosnu mirovinu imaju najmanje 10 godina. Minimalno je 30% neto imovine fonda o obveznicama Republike Hrvatske, članica EU ili OECD zemalja. Maksimalno 55% neto imovine fonda je u dionicama izdavatelja iz Republike Hrvatske, članica EU ili OECD zemalja. Minimalno 40% neto imovina fonda je u kuni.“ (<https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/kategorija-a/osnovne-informacije-o-fondu/>)

Prema Statutu Fonda (2020), fond može pozajmiti novčana sredstva od trećih osoba u iznosu od 5% neto vrijednosti imovine fonda. Fond sredstva može pozajmiti samo putem repo poslova i transakcija prodaje i ponovne kupnje, na rok duži od tri mjeseca. Najviše 5% neto vrijednosti imovine fonda, a najviše do 50% svakog pojedinog ulaganja dozvoljeno je pozajmiti trećim osobama, koja se može pozajmljivati samo na temelju pisanog ugovora ili u sklopu organiziranih sustava za pozajmljivanje vrijednosnih papira koji djeluju u sklopu sustava za prijeboj i namiru.

„Društvo, odnosno članovi uprave i nadzornog odbora, kao i radnici Društva dužni su:

- u obavljanju svoje djelatnosti, odnosno svojih dužnosti, postupati savjesno i pošteno u skladu s pravilima struke i najboljim interesima članova Fonda, kao i štititi integritet tržišta kapitala;
- u izvršavanju svojih obaveza postupati s pažnjom dobrog stručnjaka;
- pribaviti i učinkovito koristiti sredstva i procedure potrebne za uredno obavljanje djelatnosti Društva;
- poduzeti sve razumne mjere kako bi se izbjegli sukobi interesa, a kada se isti ne mogu izbjeći, prepoznati ih, istima upravljati te ih objaviti, kada je to primjenjivo, kako bi se spriječio negativan utjecaj na interese Fonda i članova Fonda i osiguralo da se prema članovima Fonda postupa pošteno; te
- pridržavati se odredbi Zakona i propisa donesenih na temelju Zakona, na način koji promovira najbolje interese članova Fonda i integritet tržišta kapitala.“ (https://www.azfond.hr/wp-content/uploads/2020/02/2020_02_04_STATUT-AZ-OMF_A_final.pdf)

„Sredstva na osobnom računu člana fonda su njegova osobna imovina. Pravo na primitak sredstava s osobnog računa člana fonda ne može se iskoristiti do umirovljenja i podložno je odredbama Zakona, propisa donesenih na temelju Zakona i drugih važećih propisa.“

([https://www.azfond.hr/wp-content/uploads/2020/02/2020_02_04_STATUT-AZ-](https://www.azfond.hr/wp-content/uploads/2020/02/2020_02_04_STATUT-AZ-OMF_A_final.pdf)

[OMF_A_final.pdf](https://www.azfond.hr/wp-content/uploads/2020/02/2020_02_04_STATUT-AZ-OMF_A_final.pdf))

Fond kategorije A izložen je najviše riziku promjene kamatnih stopa, promjene cijena vrijednosnih papira i kreditnom riziku, koji mogu utjecati na profitabilnost fonda i vrijednost obračunske jedinice. Kako aktivnosti fonda mogu, ali ne moraju nužno biti profitabilne, prema tome, ne postoji garancija članovima da će im uloženi novac biti vraćen ili da će vrijednost sredstava porasti.

4.1.1.2. Kategorija B

Kategorija B naime ima slične karakteristike kao kategorija A. Razlika je u nekoliko karakteristika koje su navedene u nastavku.

„Datum početka rada fonda je 30. travnja 2002. Pokazatelj ukupnih troškova u 2019. godini iznosio je 0,36%, a računa se kao omjer troškova koji se mogu plaćati iz imovine fonda i prosječne godišnje neto imovine Fonda. Naknada za upravljanje je 0,3%. Izlazna naknada u prvoj godini članstva iznosi 0,8%, u drugoj 0,4%, a u trećoj 0,2% (u slučaju prelaska u fond pod upravljanjem drugog Društva). Nakon treće godine članstva ne naplaćuje se. Ulazna naknada naime iznosi 0,5%. Naknada depozitaru je 0,017%.“ (<https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/kategorija-b/osnovne-informacije-o-fondu/>)

Slična su ograničenja ulaganja i rizičnost kao i dosadašnji AZ OMF. Ukoliko članovi sami ne odaberu svoj OMF, spadaju u ovu kategoriju.

„Minimalno 50% neto imovine fonda je u obveznicama RH, članica EU ili OECD zemalja, a maksimalno 35% neto imovine fonda čini u dionicama izdavatelja iz RH, članica EU ili OECD zemalja, te minimalno 60% neto imovina fonda je u kuni.“ (<https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/kategorija-b/osnovne-informacije-o-fondu/>)

U ovoj kategoriji je rizik manji od rizika u kategoriji A, no veći je u odnosu na rizik u kategoriji C. Ovdje je fond najviše izložen riziku promjene kamatne stope, promjene cijena vrijednosnih papira te kreditnom riziku. Spomenuti rizici mogu utjecati na profitabilnost fonda i vrijednost obračunske jedinice.

4.1.1.3. Kategorija C

Posljednja kategorija mirovinskog društva ima najmanji rizik, a postoje i određene razlike u odnosu na prethodne dvije kategorije.

„Datum početka rada fonda je 21. kolovoza 2014. godine. Pokazatelj ukupnih troškova u 2019. godini iznosio je 0,36%, a računa se kao omjer troškova koji se mogu plaćati iz imovine fonda i prosječne godišnje neto imovine fonda. Naknada za upravljanje fondom iznosi 0,3%. Izlazna naknada u prvoj godini članstva je 0,8%, u drugoj 0,4%, u trećoj 0,2% (u slučaju prelaska u fond pod upravljanjem drugog Društva). Nakon treće godine članstva ne naplaćuje se. Ulazna je naknada 0,5%, dok je naknada depozitaru 0,017%.“ (<https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/kategorija-c/osnovne-informacije-o-fondu/>)

Ova je kategorija idealna za starije članove fonda koji do ispunjenja starosnih uvjeta za stjecanje prava na starosnu imovinu imaju manje od 5 godina. Kada dođe do spomenutih 5 godina pred umirovljenje, REGOS člana kategorije B prebacuje u kategoriju C.

„Minimalno 70% neto imovine fonda je u obveznicama RH, članica EU ili OECD zemalja, dok ulaganje u dionice nije dozvoljeno, a izloženost investicijskim fondovima ograničena je na 10%. Minimalno je 90% neto imovina u kunama.“ (<https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/kategorija-c/osnovne-informacije-o-fondu/>)

Ova kategorija, kao je već prethodno navedeno posjeduje najmanji rizik, ali on ipak postoji. Izložen je najviše riziku promjene kamatnih stopa i kreditnom riziku. Oni također mogu utjecati na profitabilnost fonda i vrijednost obračunske jedinice.

U tablici 4. su prikazani utjecaji pojedinih rizika na svaku kategoriju ovoga fonda.

Tablica 4. Utjecaj rizika na kategorije u fondu Allianz ZB d.o.o.

RIZIK	KATEGORIJA A	KATEGORIJA B	KATEGORIJA C
Tržišni rizik vlasničkih instrumenata	Visok	Umjeren	-
Kamatni rizik	Umjeren	Umjeren	Umjeren
Valutni rizik	Nizak	Nizak	Nizak
Kreditni rizik	Umjeren	Umjeren	Umjeren
Rizik namire	Nizak	Nizak	Nizak
Rizik likvidnosti	Nizak	Nizak	Nizak
Rizici koncentracije*:			
-koncentracija u RH	Vrlo visok	Vrlo visok	Vrlo visok
- koncentracija u zemlji	Umjeren	Nizak	Nizak
- koncentracija u izdavatelju	Umjeren	Nizak	Nizak
- koncentracija u sektoru	Vrlo visok	Nizak	Nizak
Operativni rizik	Vrlo nizak	Vrlo nizak	Vrlo nizak

Izvor: rad autora, prema podacima dostupnim na: <https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/>

*rizik u RH je zasebno izdvojen, ostali rizici koncentracije ne obuhvaćaju RH

Prema podacima u tablici 4. može se zaključiti kako se najviše razlikuje tržišni rizik vlasničkih instrumenata u sve tri kategorije, odnosno u kategoriji C on ne postoji, dok je u kategoriji A visok, a u kategoriji B je umjeren. Uspoređujući ostale rizike, ne postoje veće razlike između kategorija. Mogu se izdvojiti rizici koncentracije u sektoru koji su u kategoriji A vrlo visoki, dok su u ostale dvije kategorije niski.

U nastavku rada slijede detaljnije informacije i karakteristike mirovinskog fonda Erste Plavi d.o.o.

4.1.2. Osnovne informacije o Erste Plavi d.o.o.

Erste Plavi d.o.o. mirovinski fond osnovan je 2001. godine sa sjedištem u Zagrebu. Postoji 6 vlasnika ERSTE d.o.o. koji će biti navedeni u nastavku:

„Erste&Steiermärkische Bank d.d. s udjelom od 45,86%, Erste Group Ban AG s udjelom od 10,80%, Steiermarkische Bank und Sparkassen AG s udjelom od 10,51%, Zavarovalnica

Triglav s udjelom od 5,38% i ATBIH GmbH s udjelom od 25,30%.“
(<https://www.ersteplavi.hr/korisne-informacije/o-nama/>)

„Cilj investicijskog procesa Erste Plavih obveznih mirovinskih fondova kategorije A, B i C, Erste Plavi Protect dobrovoljnog mirovinskog fonda, Erste Plavog Expert dobrovoljnog mirovinskog fonda, Zatvorenog dobrovoljnog cestarnog mirovinskog fonda te Erste zatvorenog dobrovoljnog mirovinskog fonda (u daljnjem tekstu Fondovi) je ulaganje imovine Fondova radi povećanja vrijednosti imovine Fondova u korist članova mirovinskog fonda, uvažavajući sljedeća načela:

- sigurnosti, razboritosti i opreza
- smanjivanja rizika raspršenošću ulaganja
- likvidnosti i solventnosti
- Zakonitosti
- sprječavanja sukoba interesa

uz osiguravanje kontinuiranog investicijskog procesa.“
(<https://www.ersteplavi.hr/content/uploads/2016/02/Sa%C5%BEetak-investicijskog-procesa-2016.pdf>)

Kao i kod Allianz ZB d.o.o. mirovinskog fonda, i kod Erste Plavog postoje određeni rizici kojih članovi fonda moraju biti svjesni. Rizici općenito mogu proizaći iz neadekvatnih postupaka prilikom poslovanja, zatim, neadekvatnih kontrola, djelovanja ljudskog faktora, nesreća i svakako vanjskih faktora. Ko ovog se društva javljaju sljedeći rizici: operativni, rizik stalne primjerenosti i prikladnosti, rizik sukoba interesa, strateški i reputacijski, te rizik povezan s ulaganjem imovine društva.

U nastavku su detaljno objašnjene svaka od kategorija ovoga fonda.

4.1.2.1. Kategorija A

„Erste Plavi fond kategorije A počeo je raditi 21.08.2014. godine, čija je banka skrbnik OTP banka d.d. (...) Investicijski cilj fonda jest rast vrijednosti uložениh novčanih sredstava na dulji rok, umjereno agresivnom strategijom ulaganja, radi osiguranja isplate mirovinskih davanja članovima fonda. Investicijski cilj se ostvaruje pretežnim ulaganjem u dužničke vrijednosne papire, vlasničke vrijednosne papire i udjele investicijskih fondova, sukladno ograničenjima

ulaganja iz Zakona, podzakonskih akata i Statuta Fonda.“
(<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-a/>)

Kod strategije ulaganja, prema podacima sa službene stranice (<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-a/>), minimalno 30% neto imovine ulaže u obveznice RH, članica EU ili OECD zemalja, a maksimalno 55% neto imovine može se uložiti u dionice izdavatelja iz RH, također članica EU ili OECD zemalja. U kunama mora biti minimalno 40% imovine fonda.

Osobe kojima je preostalo 10 ili više godina do pune starosne imovine mogu biti članovi kategorije A, no član ne može biti ukoliko mu je preostalo manje od 10 godina.

„Pokazatelj ukupnih troškova u 2019. godini iznosio je 0,5173%, ulazna naknada u fond je 0,5% od svakog uplaćenog doprinosa društva, naknada za upravljanje (koju naplaćuje mirovinsko društvo) iznosi 0,3% godišnje, dok je izlazna naknada u prvoj godini članstva 0,8%, u drugoj 0,4% i u trećoj 0,2%. Naknada depozitnoj banci može iznositi najviše 0,1% godišnje od prosječne imovine mirovinskog fonda.“ (<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-a/>)

Glavni rizici koji utječu na fond su tržišni (rizik promjene cijene, tečaja valute i kamatnih stopa), kreditni rizik i rizik namire (kreditni, rizik namire i likvidnosti), politički rizik zemalja u koje je uložena imovina Fonda, rizik promjene poreznih propisa, operativni rizik, rizik stalne primjerenosti i prikladnosti, rizik sukoba interesa i koncentracijski rizik. U kategoriji A minimalno se 30% neto imovine ulaže u obveznice RH, članica EU ili OECD zemalja, a maksimalno 55% neto imovine se ulaže u dionice izdavatelja iz RH, članica EU ili OECD zemalja, dok minimalno 40% imovine mora biti u kunama.

4.1.2.2. Kategorija B

„Fond ove kategorije je započeo s radom 21.8.2014. godine, banka skrbnik je OTP banka d.d. Investicijski cilj fonda je rast vrijednosti uloženih novčanih sredstva na srednji rok, umjereno konzervativnom strategijom ulaganja, radi osiguranja isplate mirovinski davanja članovima Fonda. Investicijski cilj se ostvaruje pretežnim ulaganjem u dužničke vrijednosne papire, vlasničke vrijednosne papire i udjele investicijskih fondova, sukladno ograničenjima ulaganja

iz Zakona, podzakonskih akata i Statuta Fonda.“ (<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-b/>)

Prema podacima sa službene stranice (<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-b/>), fond kategorije B ulaže u obveznice minimalno 50% neto imovine fonda, u RH, članica EU ili OECD zemalja, a maksimalno 35% neto imovine može biti uloženo u dionice izdavatelja iz RH, članica EU ili OECD zemalja, dok minimalno 60% imovine fonda mora biti u kunama.

Članovi ove kategorije mogu biti sve osobe kojima je ostalo 5 ili više godina do pune starosne mirovine.

„Pokazatelj ukupnih troškova u prošloj je godini iznosio 0,3871%, dok je ulazna naknada 0,5%, naknada za upravljanje koju naplaćuje mirovinsko društvo je 0,3% godišnje od prosječne imovine mirovinskog fonda, a izlazna se naknada naplaćuje ukoliko član odluči promijeniti mirovinski fond prije isteka treće godine članstva. Postotak plaćanja za izlazak iz fonda nakon određenih godina je isti kao i kod kategorije A. Naknada depozitnoj banci može iznositi najviše 0,1% godišnje.“ (<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-b/>)

U ovoj se kategoriji minimalno 50% neto imovine ulaže u obveznice, a maksimalno 30% u dionice izdavatelja iz RH, članica EU ili OECD zemalja, dok 60% imovine fonda mora biti u kunama.

4.1.2.3. Kategorija C

Kategorija C kod ovog mirovinskog fonda također nosi najmanji rizik, kao i kod prošlog mirovinskog fonda. Nešto više o rizicima navedeno je u nastavku rada.

„Fond kategorije C je započeo s radom 21.08.2014. Banka skrbnik je također OTP banka d.d. Investicijski cilj fonda jest očuvanje sredstava na računu članova te rast vrijednosti uložениh novčanih sredstava na dulji rok, nisko rizičnom strategijom ulaganja, radi osiguranja isplate mirovinskih davanja članovima fonda. Investicijski cilj se ostvaruje ulaganjem u dužničke vrijednosne papire, depozite banaka i udjele investicijskih fondova, sukladno ograničenjima

ulaganja iz Zakona, podzakonskih akata i Statuta Fonda. Minimalno se 70% neto imovine ulaže u obveznice RH, članica EU ili OECD zemalja, ne ulaže u dionice, a izloženost investicijskim fondovima ograničena je na 10%. Minimalno 90% neto imovine fonda je u kunama.“ (<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-c/>)

Članovi fonda kategorije C mogu biti svi osiguranici. Onim članovima kojima je ostalo manje od 5 godina do starosne mirovine više ne mogu birati između kategorije A ili B, nego automatski postaju članovi ove kategorije.

„U 2019. godini pokazatelj ukupnih troškova iznosio je 0,3635%. Ulazna naknada je 0,5% od svakog uplaćenog doprinosa članova, a naknada za upravljanje je 0,3%, dok se izlazna naknada naplaćuje nakon prve godine članstva 0,8%, nakon druge 0,4% i nakon treće 0,2%. Naknada depozitnoj banci može najviše iznositi 0,1% godišnje, od prosječne imovine mirovinskog fonda. Erste Plavi mirovinski fond plaća nižu naknadu depozitnoj banci, koja trenutno iznosi 0,022% godišnje.“ (<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-c/>)

U ovoj se kategoriji minimalno 70% imovine ulaže u obveznice RB, članica EU ili OECD zemalja, u dionice se ne ulaže. Izloženost investicijskim fondovima ograničava se na 10%, a minimalno 90% imovine mora biti u kunama.

U nastavku tablica prikazuje utjecaj određenih rizika na fond, u svakoj kategoriji.

Tablica 5. Utjecaj rizika na fond svake kategorije

VRSTA RIZIKA	KATEGORIJA A	KATEGORIJA B	KATEGORIJA C
Rizik promjene cijene	Vrlo visok	Visok	Umjeren
Rizik promjene tečaja valute	Vrlo visok	Visok	Umjeren
Rizik promjene kamatnih stopa	Umjeren	Umjeren	Umjeren
Kreditni rizik	Umjeren	Umjeren	Umjeren
Rizik likvidnosti	Nizak	Nizak	Nizak
Rizik namire	Vrlo nizak	Vrlo nizak	Vrlo nizak
Politički rizik zemalja u koje je uložena imovina fonda	Vrlo nizak	Vrlo nizak	Vrlo nizak
Rizik promjene poreznih i zakonskih propisa	Nizak	Nizak	Nizak
Operativni rizik	Nizak	Nizak	Nizak

Izvor: rad autora, prema podacima dostupnim na: <https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/>

Prema podacima vidljivim u tablici 5., može se zaključiti kako postoje male razlike utjecaja rizika između navedene tri kategorije ovog fonda. Naime, rizik promjene cijene i tečaja valute je u kategoriji A vrlo visok, dok je u kategoriji C umjeren, u kategoriji B je on visok. Ostali rizici u svim kategorijama imaju jednak utjecaj na sve tri kategorije.

U nastavku slijedi posljednji odabrani mirovinski fond, te njegove karakteristike.

4.1.3. Osnovne informacije o PBZ Croatia Osiguranje d.d.

PBZ Croatia Osiguranje osnovano je 2001. godine u Zagrebu. Ovaj mirovinski fond također upravlja trima kategorijama, kao i dosadašnja dva fonda koja su razrađena prethodno. Sve će tri kategorije biti detaljnije opisane u nastavku rada.

PBZ Croatia Osiguranje osnovano je od strane Privredne banke Zagreb d.d. i Croatia osiguranje d.d.

„Privredna banka Zagreb d.d. u samom je vrhu hrvatskog bankarstva s dugim kontinuitetom bankarskog poslovanja, osnovana 1966. godine kao pravna sljednica Banke NRH osnovane

1962. (...) Tijekom 2002. godine manjinski udio u vlasništvu PBZ-a stekla je Europska banka za obnovu razvoj. (...) U siječnju 2007. godine spajanjem Banke Intesa i Sanpaolo IMI, Privredna banka Zagreb postaje članica grupe Intesa Sanpaolo.“ (<http://www.pbzco-fond.hr/pbz-croatia-osiguranje-d-d-profil-drustva-pravne-objave/osnivaci/>)

Tijekom svog razvoja, PBZ je bila nositelj najvećih investicijskih programa, i to u razvoju turizma, poljoprivrede, brodogradnje, industrijalizacije, elektrifikacije i cestogradnje. Samim je time postala i sinonim za gospodarsku vitalnost, kontinuitet te identitet Hrvatske. Privredna banka Zagreb se svojom poslovnom strategijom usmjerava na suvremeni bankarki sustav i poslovanje te nove proizvode.

„Croatia osiguranje d.d. je najveće osiguravateljsko društvo u Hrvatskoj, prisutno na ovim prostorima još od davne 1884. godine, što je svojevrsni raritet i pokazatelj velike stabilnosti. (...) Croatia osiguranje u novim okolnostima i dalje ostaje vodeći osiguravatelj koji pruža nove proizvode po uzoru na razvijeno europsko tržište.“ (<http://www.pbzco-fond.hr/pbz-croatia-osiguranje-d-d-profil-drustva-pravne-objave/osnivaci/>)

„Naknada za upravljanje u 2020. godini iznosi 0,3% godišnje od ukupne imovine umanjeње za financijske obveze mirovinskog fonda, a za svaku daljnju godinu umanjuje se za 5,5% u odnosu na stopu naknade koja se primjenjivala u prethodnoj godini, zaokruženo na tri decimalna mjesta, s time da ona ne može biti niža od 0,27%, sukladno odredbama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima.“ (<http://www.pbzco-fond.hr/pbz-croatia-osiguranje-d-d-profil-drustva-pravne-objave/osnivaci/>)

U nastavku su navedene sve tri kategorije ovog fonda i njihove karakteristike.

4.1.3.1. Kategorija A

Kategorija A mirovinskog fonda PBZ Croatia Osiguranje d.d. namijenjena je mlađim osiguranicima II. stupa. Imovina u ovoj kategoriji se može ulagati u vrijednosne papire i instrumente tržišta novca izdavatelja iz RH, druge države članice EU ili OECD države članice. „Najviše 65% neto imovine može biti uloženo u dionice, u korporativne obveznice i komercijalne zapise najviše 50% neto vrijednosti imovine fonda, dok u državne obveznice i

trezorske zapise mora biti uloženo najmanje 30% neto vrijednosti imovine fonda. Nadalje, najmanje 40% neto vrijednosti imovine fonda mora biti uloženo u imovinu kojom se trguje ili koja se namiruje u kunama. Fondu A je dozvoljeno i korištenje izvedenica, ali samo u svrhu efikasnog upravljanja i zaštite vrijednosti imovine fonda.“ (<http://www.pbzco-fond.hr/fondovi/fond-a/opis-fonda/>)

Osiguranik odnosno osoba koja postaje obveznik mirovinskog osiguranja može u roku mjesec dana od tada odabrati kategoriju A, ukoliko je do ispunjenja dobnih uvjeta za stjecanje prava na starosnu imovinu ostalo 10 ili više godina. Ukoliko član do referentnog dana imanje manje od 10 godina, tada ga REGOS prebacuje u kategoriju B.

„Započeo je s radom 21.08.2014., a depozitar je Addiko Bank d.d. Najmanje 30% neto imovine fonda se ulaže u obveznice izdavatelja iz RH, drugih država članica EU ili država članica OECD, a najviše se 65% neto imovine fonda ulaže u dionice izdavatelja, dok se najviše 50% neto imovine fonda ulaže u korporativne obveznice i komercijalne zapise. Najmanje 40% neto imovine fonda se ulaže u imovinu kojom se trguje ili koja se namiruje u kunama. Tolerancija prema riziku je veća unutar zakonskih ograničenja.“ (<http://www.pbzco-fond.hr/fondovi/fond-a/opis-fonda/>)

U ovoj se kategoriji prihvaća veći rizik povećanim ulaganjem u dionice i dužničke vrijednosne papire te ostale financijske instrumente. Ulaže se dugoročno i veća je tolerancija prema riziku, što pruža mogućnost ostvarivanja većih prinosa.

Postoje određeni rizici koji utječu na fond: tržišni rizici, kreditni i rizik namire, likvidnosti te koncentracijski rizik.

U nastavku slijede informacije o sljedećoj kategoriji ovog obveznog mirovinskog fonda.

4.1.3.2. Kategorija B

Kategorija B namijenjena je članovima srednje životne dobi, a strategija ulaganja i razina rizičnosti su umjerene. Imovina fonda se ulaže vrijednosne papire i instrumente tržišta novca. „Ovaj je fond započeo s radom 30.4.2002. Najmanje 50% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda mora biti uloženo u državne obveznice i trezorske zapise, a najviše 40% neto vrijednosti

imovine može biti uloženo u dionice. U korporativne obveznice i komercijalne zapise dozvoljeno je uložiti najviše 30% neto imovine fonda. Najmanje 60% neto vrijednosti imovine fonda mora biti uloženo u imovinu kojom se trguje ili koja se namiruje u kunama. Fondu B dozvoljeno je i korištenje izvedenica, ali samo u svrhu efikasnog upravljanja i zaštite vrijednosti imovine fonda.“ (<http://www.pbzco-fond.hr/fondovi/fond-b/opis/>)

Član ove kategorije može postati osoba u roku od mjesec dana od uspostavljanja obveznog mirovinskog osiguranja, a ukoliko je do stjecanja prava na starosnu mirovinu ostalo 5 ili više godina, a ukoliko je ostalo manje od 5 godina, član prelazi u kategoriju C.

Cilj ove kategorije je očuvanje i rast vrijednosti sredstava koja su uložena, i to na dugi rok s umjerenim rizikom. Pretežno se ulaže u dužničke vrijednosne papire, dionice i ostale financijske instrumente.

U nastavku slijede informacije o posljednjoj kategoriji u ovom odabranom fondu.

4.1.3.3. Kategorija C

Ova je kategorija namijenjena članovima koji su najbliže stjecanju prava na starosnu mirovinu, a cilj je očuvanje realne vrijednosti uštedevine. U kategoriji C je rizičnost najmanja. Može se ulagati u vrijednosne papire i instrumente tržišta novca.

„Ovaj je fond započeo s radom 21.8.2014. U državne obveznice i trezorske zapise mora biti uloženo najmanje 70% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda. U korporativne obveznice i komercijalne zapise moguće je uložiti najviše 10% neto vrijednosti imovine fonda, dok u dionice nije dozvoljeno ulagati. Najmanje 90% neto vrijednosti imovine fonda mora biti uloženo u imovinu kojom se trguje ili koja se namiruje u kunama, a ulaganje u izvedenice dozvoljeno je isključivo radi postizanja valutne usklađenosti.“ (<http://www.pbzco-fond.hr/fondovi/fond-c/opis/>)

Cilj ove kategorije je očuvanje vrijednosti imovine, ostvariti optimalni prinos uz vrlo nizak rizik, a visoku razinu likvidnosti.

U nastavku slijedi tablica koja prikazuje razinu rizika i na koji način utječe na koju kategoriju fonda.

Tablica 6. Utjecaj rizika na fond svake kategorije

RIZIK	KATEGORIJA A	KATEGORIJA B	KATEGORIJA C
Tržišni rizik (cjenovni)	Prihvatljiva	Konzervativna	Minimalna
Tržišni rizik (kamatni)	Prihvatljiva	Konzervativna	Konzervativna
Tržišni rizik (valutni)	Prihvatljiva	Konzervativna	Minimalna
Kreditni rizik	Konzervativna	Konzervativna	Konzervativna
Rizik namire	Minimalna	Minimalna	Minimalna
Rizik likvidnosti	Neprihvatljiva	Neprihvatljiva	Neprihvatljiva
Koncentracijski rizik	Prihvatljiva	Prihvatljiva	Prihvatljiva

Izvor: rad autora, prema podacima dostupnim na: <http://www.pbzco-fond.hr/>

Prema podacima u tablici 6. vidljivo je kako tržišni rizici jedino različito utječu na sve tri kategorije. Dakle, u kategoriji A su prihvatljivi, dok su u kategoriji C minimalni. U kategoriji B su konzervativni. Svi ostali rizici na sve tri kategorije utječu na jednak način.

Budući da su obrađene sve kategorije svih odabranih fondova, u nastavku rada su prikazani godišnji prinosi, neto imovina te struktura ulaganja u odabranih obveznim mirovinskim fondovima.

4.2. Komparativna analiza poslovanja obveznih mirovinskih fondova Allianz ZB d.o.o., Erste Plavi d.o.o. i PBZ Croatia Osiguranje d.d. u razdoblju od 2017. do 2019. godine

U ovom su poglavlju uspoređivani i analizirani podaci prikupljeni u razdoblju tri godine, točnije, od 2017. do 2019. bit će analizirana neto imovina pojedinog mirovinskog fonda, visina godišnjeg prinosa te struktura ulaganja kroz promatrano razdoblje.

4.2.1. Neto imovina odabranih obveznih mirovinskih fondova

U ovom su dijelu rada razrađena i uspoređena neto imovina svakog pojedinog odabranog obveznog mirovinskog fonda kroz razdoblje od tri godine.

„Ukupnu imovinu mirovinskog fonda za dan vrednovanja čini zbroj vrijednosti svih vrsta imovine mirovinskog fonda. Neto vrijednost imovine mirovinskog fonda je vrijednost ukupne imovine umanjena za obveze mirovinskog fonda. Obveze mirovinskog fonda mogu biti obveze s osnove:

- a) Ulaganja imovine mirovinskog fonda,
- b) Dodjeljivanja obračunskih jedinica i promjene članstva u mirovinskom fondu te zatvaranja osobnih računa
- c) Naknada za upravljanje mirovinskom društvu
- d) Naknada depozitaru te
- e) Ostalih obveza za nepodmirene troškove sukladno članku 87. stavku 1. točki 3. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima.“ (https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2017_12_128_2924.html)

U nastavku slijedi tablica s vrijednostima ukupne neto imovine sljedećih obveznih mirovinskih fondova: Allianz ZB d.o.o., Erste Plavi d.o.o. i PBZ Croatia Osiguranje d.d. za razdoblje od 2017. do 2019. godine.

Tablica 7. Neto imovina svih obveznih mirovinskih fondova u razdoblju od 2017. – 2019. (u 000 kn)

KATEGORIJA OMF-A	PROSINAC 2017.	PROSINAC 2018.	PROSINAC 2019.
KATEGORIJA A	589.546	652.895	828.563
KATEGORIJA B	87.374.803	92.633.969	106.119.593
KATEGORIJA C	3.960.196	4.839.330	5.649.949

Izvor: rad autora, prema podacima dostupnim na:

<https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/?fbclid=IwAR1IMNVuTujPf9LTkBMfTAYP7Etj66BSwwJ-JfWTIZ-Iuf-3ZVezPa257jA#section4>

Na temelju tablice 7., može se zaključiti kako kategorija B ima najveću neto imovinu među kategorijama svih obveznih mirovinskih fondova. Naime, neto imovina se u sve tri kategorije u 2019. godini povećala u odnosu na 2017. godinu. Tako se, uspoređujući najrizičniju i najmanje rizičnu kategoriju, s obzirom na rizik ulaganja, može zaključiti kako najmanje neto

imovine u fondu ima kategorija A. No, svakako treba napomenuti kako se imovina u toj kategoriji povećavala kroz godine, te je tako u 2019. godini iznosila 828.563 tisuće kn.

U nastavku slijedi tablica s vrijednostima obračunskih jedinica odabranih obveznih mirovinskih fondova i Mirex u odabranom razdoblju.

Tablica 8. Vrijednosti obračunskih jedinica obveznih mirovinskih fondova za razdoblje od 2017. - 2019. godine (u 000 kuna)

		31.12.2017.	31.12.2018.	31.12.2019.
KATEGORIJA A	AZ OMF	132,7570	133,7587	149,9411
	ERSTE PLAVI OMF	133,9725	132,9501	154,2218
	PBZ CO OMF	136,6416	139,3961	159,8637
	MIREX A	133,4406	134,5603	152,3480
KATEGORIJA B	AZ OMF	238,1453	240,9025	260,1271
	ERSTE PLAVI OMF	254,7970	254,5561	282,2406
	PBZ CO OMF	223,3887	226,5363	250,8996
	MIREX B	240,7514	243,1975	265,1856
KATEGORIJA C	AZ OMF	122,0664	126,0762	132,6645
	ERSTE PLAVI OMF	127,2803	130,8146	139,6285
	PBZ CO OMF	123,9712	127,1745	135,5545
	MIREX C	125,2802	128,9641	135,9672

Izvor: rad autora, prema podacima dostupnim na:

<https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/?fbclid=IwAR1IMNVuTujPf9LTkBMfTAYP7Etj66BSwwJ-JfWTIZ-Iuf-3ZVezPa257jA#section4>

„MIREX je prosječna vrijednost obračunskih jedinica svih OMF-ova iste kategorije (A,B,C), koja se računa kao ponderirana aritmetička sredina, pri čemu ponder predstavlja udjel pojedinog OMF-a u ukupnoj neto imovini svih OMF-ova iste kategorije.“

(<https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/?fbclid=IwAR1IMNVuTujPf9LTkBMfTAYP7Etj66BSwwJ-JfWTIZ-Iuf-3ZVezPa257jA#section4>)

Prema podacima vidljivim u tablici 8., može se zaključiti kako su obračunske jedinice u svim mirovinskim fondovima u 2017. godini manje u odnosu na sljedeću godinu, a vrijednost je u 2019. još više porasla. Razlikuje se Erste Plavi d.o.o. čija je obračunska jedinica manja u 2018. u odnosu na 2017., ali je u 2019. godini ona porasla. Uspoređujući sve tri kategorije odabranih

fondova, prema podacima se može zaključiti kako kategorija B ima najvišu obračunsku jedinicu kod sva tri mirovinska fonda, dok kategorija A i C imaju vrlo slične rezultate. Prosječna vrijednost obračunskih jedinica svih odabranih OMF-ova je također u kategoriji B najviša, a ukoliko promatramo kroz godine, u 2017. je niža od prosječne vrijednosti u 2019. godini, odnosno kroz godine se povećavala.

U sljedećem je poglavlju prikazana i analizirana visina godišnjih prinosa u sva tri odabrana obvezna mirovinska fonda.

4.2.2. Visina godišnjeg prinosa za odabrane obvezne mirovinske fondove u promatranom razdoblju

Jedan od odabranih kriterija za analizu rada između odabranih mirovinskih fondova je i visina godišnjeg prinosa u razdoblju od 2017. do 2019. godine. U nastavku su navedene osnovne informacije te općenito o godišnjim prinosima, prije nego se prikaže tablični prikaz te usporedba između obveznih mirovinskih fondova.

Kako bi se izračunao godišnji prinos, u obzir se uzimaju svi troškovi i naknade svakog pojedinog fonda, ali se ne uzimaju u obzir ulazne i izlazne naknade.

U nastavku su tablično prikazani godišnji prinosi u odabranim obveznim mirovinskim fondovima u razdoblju od 2017. do 2019. godine.

Tablica 9. Godišnji prinosi u odabranim obveznim mirovinskim fondovima u razdoblju od 2017. - 2019. godine

	31.12.2017.	31.12.2018.	31.12.2019.	
KATEGORIJA A	AZ OMF	3,31%	1,11%	6,18%
	ERSTE PLAVI OMF	4,38%	-0,76%	16,00%
	PBZ CO OMF	4,45%	2,02%	14,68%
KATEGORIJA B	AZ OMF	1,72%	2,42%	10,67%
	ERSTE PLAVI OMF	5,16%	-0,09%	10,88%
	PBZ CO OMF	2,41%	1,41%	10,75%
KATEGORIJA C	AZ OMF	6,94%	9,55%	15,28%
	ERSTE PLAVI OMF	7,46%	2,78%	6,74%
	PBZ CO OMF	5,06%	2,58%	6,59%

Izvor: radu autora, prema podacima dostupnim na: <https://www.azfond.hr/obvezni-mirovinski-fond/kategorija-c/kretanje-vrijednosti-obracunske-jedinice/>,
<http://www.pbzco-fond.hr/fondovi/fond-c/vrijednost-obracunske-jedinice/>,
<https://www.ersteplavi.hr/mirovinski-fondovi/obvezna-mirovinska-stednja/erste-plavi-c/>

„Mirovinsko društvo koje upravlja mirovinskim fondom i koje je primalo doprinose najmanje 12 mjeseci na kraju zadnjeg mjeseca svakog tromjesečja odredit će prinos za posljednjih 12 mjeseci. Prinos je obavezno odmah prijaviti Agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFA). Prinos mirovinskog fonda je postotna razlika između vrijednosti obračunske jedinice na zadnji radni dan zadnjeg mjeseca tekućeg tromjesečja i vrijednost te jedinice za zadnji radni dan prije 12 mjeseci.“

(https://www.hanfa.hr/getfile/11934/20090327150322.pdf?fbclid=IwAR0Sf5Se3-sLBtmLnsBAiL_BKyK_2uQWibPB-GA940HynummmB_9xFMu_V0)

Nakon što se objasnilo na koji način se izračunava godišnji prinos, može se zaključiti kako postoje veće oscilacije među kategorijama svakog fonda, ali i uspoređujući sve fondove. Prema tome, u kategoriji A 2018. godine došlo je do pada prinosa u odnosu na prethodnu godinu, ali

su se u 2019. prinosi naglo povećali kod sva tri mirovinska fonda. U kategoriji B dolazi do oscilacija u promjeni prinosa tijekom promatranih godina. Tako je kod Allianz osiguranja prinos porastao svake godine, što znači da je 2019. godine iznosio 10,67%. Ostala dva osiguranja su 2018. godine u odnosu na prethodnu naglo pale, a zatim se na taj način i uzdigne. Što se tiče kategorije C, kod Allianz prinosi rastu 2019. godine, dok kod ostala dva fonda prinosi u 2018. godini opadaju, te naglo rastu u 2019. godini.

U nastavku rada analizirana je struktura ulaganja u odabranim obveznim mirovinskim fondovima, kroz razdoblje od 2017. do 2019. godine.

4.2.3. Struktura ulaganja kod obveznih mirovinskih fondova u odabranom razdoblju

Kako je spomenuto kod svakog obveznog mirovinskog fonda zasebno, određeni se postotak neto imovine ulaže u obveznice, zatim dionice, a određeni postotak mora biti u hrvatskoj kuni. Kod svakog se fonda i u svakoj kategoriji zasebno ulaže do točno određene postotne vrijednosti, s nešto većim ili manjim rizikom te očekivanim prinosima.

U nastavku je tablično predočeno koliko se ulagalo u dionice, obveznice i slično, kroz razdoblje od tri godine. U tablici su biti prikazani svi obvezni mirovinski fondovi zajedno, ali će se razdijeliti po kategorijama.

Tablica 10. Struktura ulaganja u svim mirovinskim fondovima u kategoriji A u razdoblju od 2017. - 2019. godine (u 000 kn)

VRSTA IMOVINE	PROSINAC 2017.	PROSINAC 2018.	PROSINAC 2019.
Novčana sredstva	31.596	33.699	15.702
Potraživanja	1.327	1.180	4.369
Vrijednosni papiri i depoziti	561.062	622.209	818.707
-D o m a ć i	468.514	506.640	615.519
<i>Dionice + GDR</i>	158.913	164.487	215.283
<i>Državne obveznice</i>	288.160	302.609	369.844
<i>Municipalne obveznice</i>	0	0	0
<i>Korporativne obveznice</i>	20.796	22.722	21.502
<i>AIF</i>	0	0	0
<i>UCITS fondovi</i>	339	3.822	3.889

<i>Instrumenti tržišta novca</i>	0	0	0
<i>Depoziti</i>	307	13.000	5.000
-I n o z e m n i	92.548	115.570	203.188
<i>Dionice</i>	55.120	57.796	89.762
<i>Državne obveznice</i>	0	7.295	20.231
<i>Municipalne obveznice</i>	0	0	0
<i>Korporativne obveznice</i>	0	0	0
<i>AIF</i>	561	1.437	5.474
<i>UCITS i OIF s javnom ponudom</i>	36.867	49.042	87.720
<i>Instrumenti tržišta novca</i>	0	0	0
<i>Depoziti</i>	0	0	0
Ostala imovina	0	0	0
UKUPNA IMOVINA	593.985	657.089	838.778
UKUPNE OBVEZE	4.439	4.193	10.215
Neto imovina	589.546	652.895	828.563
<i>Izloženost izvedenicama</i>	228	110	460
<i>Izloženost repo ugovorima</i>	1.691	0	5.001

Izvor: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/?fbclid=IwAR1IMNVuTujPf9LTkBMfTAYP7Etj66BSwwJ-JfWTIZ-luf-3ZVezPa257jA#section4>

Prema podacima u tablici 10. od svih obveznih mirovinskih fondova kategorije A, vidljivo je kako postoje oscilacije u ulaganjima od godine do godine. Tako su primjerice novčana sredstva u 2019. godini znatno opala u odnosu na prethodne dvije godine, točnije upola, dok su potraživanja bila veća u posljednjoj promatranoj godini za više od pola, u odnosu na prethodne dvije godine. Promatrajući kretanje ulaganja u vrijednosne papire i depozite, vidljivo je kako se ono povećavalo s godinama što je samim time dovelo i do povećanja ukupne imovine, ali i ukupnih obveza. Zaključno, može se reći kako je neto imovina u kategoriji A 2019. godine u odnosu na prethodne dvije promatrane godine porasla.

U nastavku slijedi tablični prikaz strukturnih ulaganja svih obveznih mirovinskih fondova u kategoriji B u odabranom razdoblju od tri godine.

Tablica 11. Struktura ulaganja u svim mirovinskim fondovima u kategoriji B u razdoblju od 2017. - 2019. godine (u 000 kn)

VRSTA IMOVINE	PROSINAC 2017.	PROSINAC 2018.	PROSINAC 2019.
---------------	----------------	----------------	----------------

Novčana sredstva	2.040.812	3.095.922	820.503
Potraživanja	70.545	44.894	530.524
Vrijednosni papiri i depoziti	85.929.999	89.871.906	105.264.404
-D o m a ć i	75.632.674	78.359.719	87.841.632
Dionice + GDR	9.756.495	9.972.992	12.134.878
Državne obveznice	62.378.415	62.970.979	71.285.526
Municipalne obveznice	0	0	0
Korporativne obveznice	1.280.508	1.414.833	1.577.503
AIF	210.836	186.801	184.287
UCITS fondovi	611.096	753.076	194.647
Instrumenti tržišta novca	199.512	1.249.715	1.299.762
Depoziti	1.195.812	1.811.324	1.165.028
-I n o z e m n i	10.297.325	11.512.187	17.422.772
Dionice	5.420.552	5.527.491	7.420.711
Državne obveznice	446.437	883.893	1.642.450
Municipalne obveznice	0	0	0
Korporativne obveznice	0	0	49.779
AIF	46.455	121.566	374.702
UCITS i OIF s javnom ponudom	4.383.882	4.979.237	7.829.233
Instrumenti tržišta novca	0	0	105.897
Depoziti	0	0	0
Ostala imovina	0	0	0
UKUPNA IMOVINA	88.041.356	93.012.721	106.615.432
UKUPNE OBVEZE	666.553	378.752	495.839
Neto imovina	87.374.803	92.633.969	106.119.593
Izloženost izvedenicama	32.479	14.462	31.543
Izloženost repo ugovorima	550.810	0	0

Izvor: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/?fbclid=IwAR1IMNVuTujPf9LTkBMfTAYP7Etj66BSwwJ-JfWTIZ-luf-3ZVezPa257jA#section4>

Tablica 11. prikazuje podatke strukturnih ulaganja u svim obveznim mirovinskim fondovima kategorije B u razdoblju od 2017. do 2019. godine. Prema podacima, može se vidjeti kako su novčana sredstva u posljednjoj promatranoj godini značajno opala u odnosu na prethodne dvije godine. Upravo suprotno od novčanih sredstva, potraživanja su znatno porasla u 2019. godini, u odnosu na prethodne dvije godine. Ulaganja u vrijednosne papire i depozite su se također povećala, no postupno od godine do godine, pa tako ona u 2019. godini iznose 105.264.404 tisuće kuna. Ukupna se imovina povećala u posljednjoj promatranoj godini, dok su obveze u

posljednjoj godini niže od obveza u 2019. godini. Prema tome, neto imovina je u posljednjoj godini porasla u odnosu na prethodne promatrane godine.

U nastavku slijedi tablični prikaz strukturnih ulaganja svih obveznih mirovinskih fondova u posljednjoj kategoriji C u odabranom razdoblju od tri godine.

Tablica 12. Struktura ulaganja u svim mirovinskim fondovima u kategoriji C u razdoblju od 2017. - 2019. godine (u 000 kn)

VRSTA IMOVINE	PROSINAC 2017.	PROSINAC 2018.	PROSINAC 2019.
Novčana sredstva	128.031	184.826	85.683
Potraživanja	3.979	948	8.649
Vrijednosni papiri i depoziti	3.840.366	4.666.345	5.589.114
-D o m a ć i	3.824.693	4.579.301	5.474.843
<i>Dionice + GDR</i>	0	0	0
<i>Državne obveznice</i>	3.641.859	4.127.413	5.201.615
<i>Municipalne obveznice</i>	0	0	0
<i>Korporativne obveznice</i>	152.368	195.875	207.234
<i>AIF</i>	0	0	0
<i>UCITS fondovi</i>	0	47.017	10.021
<i>Instrumenti tržišta novca</i>	0	39.996	55.973
<i>Depoziti</i>	30.467	169.001	0
-I n o z e m n i	15.672	87.043	114.272
<i>Dionice</i>	0	0	0
<i>Državne obveznice</i>	15.672	64.982	79.331
<i>Municipalne obveznice</i>	0	0	0
<i>Korporativne obveznice</i>	0	0	11.640
<i>AIF</i>	0	0	0
<i>UCITS i OIF s javnom ponudom</i>	0	22.062	23.301
<i>Instrumenti tržišta novca</i>	0	0	0
<i>Depoziti</i>	0	0	0
Ostala imovina	0	0	0
UKUPNA IMOVINA	3.972.376	4.852.119	5.683.447
UKUPNE OBVEZE	12.180	12.789	33.497
Neto imovina	3.960.196	4.839.330	5.649.949
Izloženost izvedenicama	2.153	1.536	1.969
Izloženost repo ugovorima	0	0	12.500

Izvor:<https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/?fbclid=IwAR1IMNVuTujPf9LTkBMfTAYP7Etj66BSwwJ-JfWTIZ-Iuf-3ZVezPa257jA#section4>

Prema podacima vidljivim u tablici 12., u kategoriji C svih obveznih mirovinskih fondova, može se zaključiti kako je središnja promatrana godina imala najviše novčanih sredstava. U 2019. godini je taj iznos znatno opao. Nasuprot tome, potraživanja su u 2018. bila izuzetno niska, te su naglo porasla do kraja 2019. godine. Ulaganja u vrijednosne papire i depozite su iz godine u godinu rasla te su u 2019. godini iznosila 5.589.114 tisuća kn. Gledajući ukupnu imovinu, ona se također postepeno povećavala, a samim time su rasle i ukupne obveze. Kao zaključak se može iznijeti da je neto imovina kroz promatrane godine imala tendenciju rasta u obveznim mirovinskim fondovima C kategorije.

5. RASPRAVA

Kako je na početku rada postavljena hipoteza, u nastavku je analizirano i objašnjeno je li ona istinita ili ne.

Razmatrajući postavljenu hipotezu da se strukturna ulaganja u vrijednosne papire i depozite u obveznim mirovinskim fondovima razlikuju ovisno o kategoriji u kojoj se nalazi pojedini izvor, zaključiti je kako je hipoteza točna. Prema analizi sve tri kategorije došlo se do sljedećeg zaključka. U kategoriji A svih obveznih mirovinskih fondova, ulaganja u vrijednosne papire i depozite se povećavaju kroz period od 2017. do 2019. godine. Tako su ulaganja u navedenoj kategoriji u 2017. iznosila 561.062 tisuće kn, u sljedećoj godini 622.209 tisuća kn, a u posljednjoj su godini iznosila 818.707 tisuća kn. Dakle, porast se bilježi za oko 300.000 tisuća kn. U kategoriji B su se također tijekom navedenih godina ulaganja povećala, točnije, u 2017. su iznosila 85.929.999 tisuća kn, što je znatno više nego u kategoriji A, a nadalje, u 2018. su se povećala na 89.871.906 tisuća kn, a na kraju 2019. godine na čak 105.264.404 tisuće kn. Što se tiče kategorije C, ulaganja u vrijednosne papire i depozite su rasla iz godine u godinu. Tako su u 2017. godini ulaganja bila u vrijednosti 3.840.366 tisuća kn, sljedeće godine su porasla na 4.666.345 tisuća kn, a u posljednjoj su godini iznosila 5.589.114 tisuće kn.

Analizirajući odabrane kriterije koji su bili predmet ovog rada, zaključeno je kako su kroz period od 2017. do 2019. godine male oscilacije u ostvarenim godišnjim prinosima u mirovinskim fondovima, neto imovini te ulaganjima u depozite, vrijednosne papire i slično.

6. ZAKLJUČAK

U ovom je diplomskom radu objašnjen mirovinski sustav u Republici Hrvatskoj, te način na koji je povezan s tržištem kapitala. Dana su teorijska objašnjenja institucionalnih institucija i investitora koji sudjeluju na tržištu kapitala. Mirovinski je sustav detaljno prikazan, uz karakteristike svakog pojedinog mirovinskog fonda koji je odabran.

Teorijski je dio mirovinskog sustava i tržišta kapitala obrađen u prvom dijelu rada, te se može doći do zaključka kako se u posljednjih nekoliko godina mirovinski sustav popravio i očekuje se takav napredak i u budućnosti.

Istraživački dio rada se odnosi na mirovinski sustav u Republici Hrvatskoj, točnije, na odabrana tri obvezna mirovinska fonda i njihovi ostvareni prinosi, imovina te uloženi financijski instrumenti, tijekom razdoblja od tri godine, 2017. – 2019. Odabrani obvezni mirovinski fondovi su Allianz ZB d.o.o., Erste Plavi d.o.o. i PBZ Croatia Osiguranje d.d., koji su analizirani i kroz svaku kategoriju koju sadrže. Na temelju dobivenih rezultata, najbolje se posluje u kategoriji B, gledajući ulaganja u vrijednosne papire i depozite, jer ulaganja iz godine u godinu rastu, ali imaju veće ostvarene prinose od ostale dvije kategorije. Gledajući kategoriju A i C, ne postoje veće oscilacije u ostvarenim prinosima tijekom promatranih godina. Uzimajući u obzir rezultate istraživanja neto imovine u sve tri kategorije, kategorija B ostvaruje najveću neto imovinu i znatno se razlikuje od ostale dvije kategorije. Tako uspoređujući može se zaključiti i kako je kategorija C ostvarila veću neto imovinu od kategorije A, ali ne treba zanemariti kako se u sve tri kategorije neto imovina kroz promatrane godine povećavala. Posljednji kriterij analize su godišnji prinosi. Prema podacima iz navedenih tablica može se zaključiti kako postoje oscilacije od 2017. do 2018. godine. Naime, prinosi su naglo opali, no do 2019. godine su porasli, i to u sve tri kategorije. Kao izuzetak se može izdvojiti Allianz ZB mirovinski fond koji jedini bilježi porast tijekom promatranih godina.

LITERATURA

A. Knjige:

1. Bejaković, P. (2012). Obilježja i učinci kapitalizirane obvezne i dobrovoljne mirovinske štednje u Hrvatskoj. *Revija za socijalnu politiku*, 19(2), 219-230
2. Davis, E.P., Steil B. (2001). *Institucional investors*, MIT Press, Cambridge, MA.
3. Zelenika, R. (1998). *Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela*. Rijeka: Ekonomski fakultet u Rijeci

B. Internet:

1. <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939>, pristupljeno: 24.04.2020.
2. <https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/>, pristupljeno: 24.04.2020.
3. <https://www.mirovinsko.hr/default.aspx?id=2>, pristupljeno: 05.05.2020.
4. <https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf>, pristupljeno: 05.05.2020.
5. <https://www.hanfa.hr/o-nama/>, pristupljeno: 05.05.2020.
6. <https://hrcak.srce.hr/84898>, pristupljeno: 15.05.2020.
7. <https://www.azfond.hr/>, pristupljeno: 20.05.2020.
8. https://www.azfond.hr/wp-content/uploads/2020/02/2020_02_04_STATUT-AZ-OMF_A_final.pdf, pristupljeno: 20.05.2020.
9. <https://www.ersteplavi.hr/>, pristupljeno: 21.05.2020.
10. <https://www.ersteplavi.hr/korisne-informacije/o-nama/>, pristupljeno: 21.05.2020.
11. <http://www.pbzco-fond.hr/>, pristupljeno: 27.05.2020.
12. <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/?fbclid=IwAR1IMNVuTujPf9LTkBMfTAYP7Etj66BSwwJ-JfWTIZ-Iuf-3ZVezPa257jA#section4>, pristupljeno: 30.05.2020.
13. https://www.hanfa.hr/getfile/11934/20090327150322.pdf?fbclid=IwAR0Sf5Se3-sLBtmLnsBAiL_BKyK_2uQWibPB-GA940HynummmB_9xFMu_V0, pristupljeno: 30.05.2020.
14. https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2017_12_128_2924.html, pristupljeno: 30.05.2020.

POPIS TABLICA

Tablica 1. Struktura financijskih instrumenata koje drže i koje emitiraju različiti	11
Tablica 2. Temeljne karakteristike otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova	15
Tablica 3. Sudionici i ciljevi dugoročnog segmenta financijskog tržišta.....	25
Tablica 4. Utjecaj rizika na kategorije u fondu Allianz ZB d.o.o.	44
Tablica 5. Utjecaj rizika na fond svake kategorije	50
Tablica 6. Utjecaj rizika na fond svake kategorije	54
Tablica 7. Neto imovina svih obveznih mirovinskih fondova u razdoblju od 2017. – 2019. (u 000 kn).....	55
Tablica 8. Vrijednosti obračunskih jedinica obveznih mirovinskih fondova za razdoblje od 2017. - 2019. godine (u 000 kuna)	56
Tablica 9. Godišnji prinosi u odabranim obveznim mirovinskim fondovima u razdoblju od 2017. - 2019. godine.....	58
Tablica 10. Struktura ulaganja u svim mirovinskim fondovima u kategoriji A u razdoblju od 2017. - 2019. godine (u 000 kn)	59
Tablica 11. Struktura ulaganja u svim mirovinskim fondovima u kategoriji B u razdoblju od 2017. - 2019. godine (u 000 kn)	60
Tablica 12. Struktura ulaganja u svim mirovinskim fondovima u kategoriji C u razdoblju od 2017. - 2019. godine (u 000 kn)	62