



**HRVATSKI SABOR**

KLASA: 021-12/20-09/21

URBROJ: 65-24-14

Zagreb, 17. svibnja 2024.

**ZASTUPNICAMA I ZASTUPNICIMA  
HRVATSKOGA SABORA**

**PREDSJEDNICAMA I PREDSJEDNICIMA  
RADNIH TIJELA**

Na temelju članka 33. stavka 1. podstavka 3. Poslovnika Hrvatskoga sabora u prilogu upućujem *Izveštaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima za 2019. godinu, te zajednički "Izveštaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2019. godinu"*, koji je predsjedniku Hrvatskoga sabora u skladu s odredbom članka 150. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima ("Narodne novine", broj 19/14, 93/15, 64/18 i 115/18), dostavio PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, aktom od 31. ožujka 2020. godine.

**PREDSJEDNIK**  
  
**Gordan Jandroković**

OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI

**PBZ CROATIA**

OSIGURANJE

REPUBLIKA HRVATSKA

65 - HRVATSKI SABOR

ZAGREB, Trg Sv. Marka 6

Zagreb, 31.03.2020.

Broj:2020-0088



Hs\*\*NP\*021-12/20-09/21\*325-20-01\*\*Hs

|                         |                 |  |           |
|-------------------------|-----------------|--|-----------|
| Primljeno:              | 01-04-2020      |  |           |
| Klasifikacijska oznaka: | 021-12/20-09/21 |  | Org. jed. |
|                         |                 |  | 65        |
| Urudžbeni broj:         | 325-20-01       |  | Pril.     |
|                         |                 |  | Vrij.     |
|                         |                 |  | 1         |
|                         |                 |  | -         |

**HRVATSKI SABOR**

Trg sv. Marka 6

10 000 Zagreb

n/r Predsjednika Hrvatskog sabora  
gospodina Gordana Jandrokovića

**Predmet: Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova PBZ CROATIA OSIGURANJE**

Poštovani,

Sukladno odredbi članka 150. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 19/2014, 93/2015, 64/18, 115/18) PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, u pravitku podnosi Hrvatskom saboru „Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima za 2019. godinu“. Također dostavljamo i „Zajednički izvještaj obveznih mirovinskih fondova za 2019. godinu“.

S poštovanjem,

Član Uprave  
Goran Kralj

Predsjednik Uprave  
Dubravko Štimac

**PBZ CROATIA**  
OSIGURANJE  
d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima  
ZAGREB

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

Sukladno odredbi članka 150. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 19/14, 93/15, 64/18, 115/18), (dalje u tekstu: Zakon), PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima (dalje u tekstu: Društvo) u otvorenom roku podnosi Hrvatskom saboru

Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja  
PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim  
mirovinskim fondovima za 2019. godinu

Ožujak, 2020.

## 1 SADRŽAJ

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>Sadržaj .....</b>   | <b>2</b>  |
| 1.1      | Popis tablica .....  | 3         |
| 1.2      | Popis slika .....  | 4         |
| <b>2</b> | <b>Uvod .....</b>  | <b>5</b>  |
| <b>3</b> | <b>Stanje na financijskim tržištima .....</b>                          | <b>6</b>  |
| 3.1      | Makroekonomsko okruženje .....   | 6         |
| 3.2      | Okruženje u Hrvatskoj .....  | 8         |
| 3.3      | Inflacija .....  | 9         |
| <b>4</b> | <b>Rezultati rada fondova pod upravljanjem .....</b>                   | <b>10</b> |
| 4.1      | Članovi .....  | 10        |
| 4.2      | Imovina .....  | 11        |
| 4.3      | Alokacija sredstava po fondovima .....                                 | 12        |
| 4.3.1    | Fond A .....   | 12        |
| 4.3.2    | Fond B .....   | 14        |
| 4.3.3    | Fond C .....   | 16        |
| 4.4      | Ključni investicijski događaji i odluke u 2019. godini .....           | 17        |
| 4.5      | Ulaganja iznad 10% u izdavatelju .....                                 | 18        |
| 4.6      | Ostvareni prinosi i zarade .....                                       | 18        |
| 4.6.1    | Prinosi od osnutka fondova .....                                       | 18        |
| 4.6.2    | Prinosi u 2019. godini .....   | 18        |
| 4.6.3    | Doprinosi pojedinih klasa imovine .....                                | 19        |
| 4.6.4    | Zarada u 2019. godini .....  | 21        |
| 4.7      | Rizici .....   | 22        |
| 4.7.1    | Upravljanje rizicima .....   | 22        |
| 4.7.1.1  | Rizici koji se kontinuirano prate .....                                | 22        |
| 4.7.1.2  | Sklonost rizicima fondova pod upravljanjem Društva .....               | 22        |
| 4.7.1.3  | Mapa rizika Fonda A za 2019. godinu .....                              | 23        |
| 4.7.1.4  | Rizici Fonda A u 2019. godini .....                                    | 25        |
| 4.7.1.5  | Mapa rizika Fonda B za 2019. godinu .....                              | 26        |
| 4.7.1.6  | Rizici Fonda B u 2019. godini .....                                    | 27        |
| 4.7.1.7  | Mapa rizika Fonda C za 2019. godinu .....                              | 28        |
| 4.7.1.8  | Rizici Fonda C u 2019. godini .....                                    | 29        |
| 4.7.2    | Upravljanje obvezama .....   | 30        |
| 4.7.2.1  | Podmirivanje obveza temeljem isplate udjela tijekom 2019. godine ..... | 30        |
| 4.7.2.2  | Podmirivanje obveza temeljem isplate udjela u budućem razdoblju .....  | 30        |
| <b>5</b> | <b>Stanje u društvu za upravljanje .....</b>                           | <b>32</b> |
| 5.1      | Organizacijska struktura i kadrovi .....                               | 32        |
| 5.2      | Prihodi, troškovi te ostvarena dobit .....                             | 32        |
| 5.3      | Planirani razvoj za naredno razdoblje .....                            | 34        |
| <b>6</b> | <b>Financijska pismenost .....</b>                                     | <b>35</b> |
| <b>7</b> | <b>Zaključak .....</b>   | <b>36</b> |

## 1.1 Popis tablica

|   |    |
|---|----|
| Tablica 1 Procjena kretanja BDP-a, inflacije i nezaposlenosti u 2018., 2019. i 2020. godini za odabrane zemlje..... | 7  |
| Tablica 2 Indeks potrošačkih cijena .....   | 9  |
| Tablica 3 Usporedni prikaz broja članova 31.12.2018. - 31.12.2019.....  | 10 |
| Tablica 4 Usporedni prikaz neto imovine pod upravljanjem 31.12.2018.-31.12.2019. ....                               | 11 |
| Tablica 5 Tržišni udjeli po neto imovini pod upravljanjem.....  | 11 |
| Tablica 6 Fond A - struktura ulaganja po vrsti imovine.....   | 12 |
| Tablica 7 Fond A - struktura ulaganja po gospodarskim sektorima .....   | 12 |
| Tablica 8 Fond A – struktura ulaganja po geografskoj izloženosti .....  | 13 |
| Tablica 9 Fond A - valutna izloženost.....  | 13 |
| Tablica 10 Fond B - struktura ulaganja po vrsti imovine .....   | 14 |
| Tablica 11 Fond B - struktura ulaganja po gospodarskim sektorima .....  | 14 |
| Tablica 12 Fond B – struktura ulaganja po geografskoj izloženosti .....   | 15 |
| Tablica 13 Fond B - valutna izloženost.....   | 15 |
| Tablica 14 Fond C - struktura ulaganja po vrsti imovine.....  | 16 |
| Tablica 15 Fond C - struktura ulaganja po gospodarskim sektorima .....  | 16 |
| Tablica 16 Fond C – struktura ulaganja po geografskoj izloženosti .....   | 16 |
| Tablica 17 Fond C - valutna izloženost.....   | 16 |
| Tablica 18 Ulaganja iznad 10% u izdavatelju .....   | 18 |
| Tablica 19 Anualizirani prinosi fondova od osnutka .....  | 18 |
| Tablica 20 Prinosi fondova u 2019. godini.....  | 18 |
| Tablica 21 Fond A - doprinos pojedinih klasa imovine ukupnom prinosu portfelja.....                                 | 19 |
| Tablica 22 Fond B - doprinos pojedinih klasa imovine ukupnom prinosu portfelja .....                                | 20 |
| Tablica 23 Fond C - doprinos pojedinih klasa imovine ukupnom prinosu portfelja.....                                 | 20 |
| Tablica 24 Zarada obveznih mirovinskih fondova u 2019. godini .....   | 21 |
| Tablica 25 Sklonost rizicima fondova pod upravljanjem Društva .....   | 22 |
| Tablica 26 Definicija stupnjeva sklonosti riziku.....   | 23 |
| Tablica 27 Nivoi utjecaja rizika (tolerancija prema riziku) i potrebne aktivnosti.....                              | 23 |
| Tablica 28 Fond A - mjere tržišnih rizika i granične vrijednosti po nivoima .....                                   | 23 |
| Tablica 29 Fond A - ograničenja ovisno o kreditnoj ocjeni izdavatelja.....  | 24 |
| Tablica 30 Fond A - mjere likvidnosti i koncentracijskog rizika i granične vrijednosti po nivoima .....             | 25 |
| Tablica 31 Fond A - stupnjevi rizika na 31.12.2019. godine.....   | 25 |
| Tablica 32 Fond A - stupnjevi kreditnog rizika na 31.12.2019. godine .....  | 25 |
| Tablica 33 Fond B - mjere tržišnih rizika i granične vrijednosti po nivoima .....                                   | 26 |
| Tablica 34 Fond B - ograničenja ovisno o kreditnoj ocjeni izdavatelja.....  | 26 |
| Tablica 35 Fond B - mjere likvidnosti i koncentracijskog rizika i granične vrijednosti po nivoima .....             | 27 |
| Tablica 36 Fond B - stupnjevi rizika na 31.12.2019. godine .....  | 27 |
| Tablica 37 Fond B - stupnjevi kreditnog rizika na 31.12.2019. godine.....   | 28 |
| Tablica 38 Fond C - mjere tržišnih rizika i granične vrijednosti po nivoima .....                                   | 28 |
| Tablica 39 Fond C - ograničenja ovisno o kreditnoj ocjeni izdavatelja.....  | 28 |
| Tablica 40 Fond C - mjere likvidnosti i koncentracijskog rizika i granične vrijednosti po nivoima .....             | 29 |
| Tablica 41 Fond C - stupnjevi rizika na 31.12.2019. godine.....   | 29 |
| Tablica 42 Fond C - stupnjevi kreditnog rizika na 31.12.2019. godine.....   | 30 |
| Tablica 43 Isplate udjela tijekom 2019. godine .....  | 30 |
| Tablica 44 Prosječni odnos novčanih sredstava i obaveza za isplatu udjela .....                                     | 30 |

|   |    |
|---|----|
| Tablica 45 Očekivani iznosi temeljem isplate i uplate udjela u 2020. godini ..... | 30 |
| Tablica 46 Račun dobiti i gubitka Društva (tis. HRK) .....                        | 33 |

## 1.2 Popis slika

|  |    |
|--|----|
| Slika 1 Kretanje indeksa potrošačkih cijena u 2019. godini (normirano s početkom godine) ..... | 9  |
| Slika 2 Povijesni prikaz broja članova .....   | 10 |
| Slika 3 Povijesni prikaz neto imovine pod upravljanjem .....                                   | 11 |
| Slika 4 Kretanje vrijednosti obračunskih jedinica tijekom 2019. godine (normirano) .....       | 19 |

## 2 UVOD

Usprkos tome što je početak 2019. godine sugerirao period pojačanih rizika godina je bila dobra za sve klase imovine te je Društvo za svoje članove ostvarilo više nego dobre prinose. U Fondu A članovima je ostvareno 14,68% prinosa, u Fondu B 10,75%, a u Fondu C 6,59% prinosa. Ukupna imovina sva tri fonda na kraju godine iznosila je 19,13 milijardi kuna, a bila je raspoređena na računima naših 383.126 članova.

Visoki ostvareni prinosi u 2019. godini rezultat su daljnjeg pada kamatnih stopa, a time i prinosa na hrvatske obveznice koje su činile značajne dijelove sva tri portfelja. No, i druge klase imovine bitno su doprinijele visokim ostvarenim prinosisima osobito u portfelju A, potom i u portfelju B, prije svega dionice, domaćih i stranih izdavatelja. Kontinuiran pad kamatnih stopa uslijed ekspanzivne monetarne politike u proteklih deset godina kao i povijesno najduži period rasta svjetskih dioničkih indeksa nas, kao i sve svjetske portfolio managere, stavlja u poziciju da s velikim oprezom gledamo na iduće godine i mogućnost ostvarivanja prinosa iz tradicionalnih klasa imovine. Stoga je naše Društvo u proteklih nekoliko godina počelo ulagati u alternativne klase imovine, prije svega private equity fondove, a također i u domaća dionička društva u kojima naši fondovi imaju velike vlasničke udjele. Tako je proteklu godinu značajno obilježilo ulaganje u Jadran d.d. iz Crikvenice, ulaganje u Helios Faros d.d. iz Starigrada, Modru Špilju d.d. iz Komiže i Vis d.d. iz Visa. Izuzev navedenih ulaganja gdje su naši fondovi većinski vlasnici u dioničkim društvima važna su bila i ulaganja u Meritus ulaganja d.d., ACI d.d., Atlantic grupu d.d. i Čakovečke mlinove d.d. Navedenim ulaganjima Društvo nastavlja transformaciju portfelja Fondova A i B iz obveznica sve više prema dionicama i alternativnim klasama imovine.

Izvan domene investicija, što je naša ključna djelatnost, godinu je obilježilo i pojačano ulaganje u financijsku pismenost, što je propisano i Zakonom. Samostalno i kroz Udrugu društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava ulagali smo u marketinške i PR aktivnosti s ciljem edukacije javnosti o radu mirovinskih fondova. U lipnju i srpnju imali smo promidžbenu kampanju oglašavanja mirovinskih fondova PBZ CROATIA osiguranje s glavnom porukom – *Provjerite stanje Vašeg osobnog računa. Sredstva na računu Vaša su osobna imovina*. Kroz Udrugu sudjelovali smo u više kampanja koje su educirale javnost o temama iz domene mirovinskog osiguranja i rada mirovinskih fondova.

Od ostalih aktivnosti Društva u 2019. godini vrijedno je istaknuti još i pojačan rad na unaprjeđenju procedura i rada odjela upravljanja rizicima, odjela analize te odjela upravljanja imovinom, kao i daljnju edukaciju kadrova za rad u sve složenijem i zahtjevnijem okruženju.

## 3 STANJE NA FINANCIJSKIM TRŽIŠTIMA

### 3.1 Makroekonomsko okruženje

Globalni rast u 2019. godini pao je na najnižu razinu od 2009. godine (3,1%) te znatno podbacio u odnosu na lanjska očekivanja (3,6%) i to najviše pod utjecajem usporavanja dinamike u razvijenim ekonomijama - zemljama jezgre euro zone te SAD-u. Naročito je usporio rast svjetske trgovine na ispod 1% u 2019. godini sa 3,6% u 2018. godini, a očekuje se i više no dvostruko sporiji rast industrijske proizvodnje od samo 1,5% (3,3% u 2018.), zrcaleći snažan silazni trend PMI indeksa prerađivačke industrije prema razini iz 2012. godine. Oporavak tržišta rada u prethodnom razdoblju i dalje, bar kratkoročno, zadržava prihode kućanstava i potrošnju na solidnim razinama, iako ankete ukazuju na usporavanje rasta potrošnje u narednom razdoblju.

Monetarna politika je ponovo relaksirana u većini glavnih ekonomija tijekom 2019. godine, s određenim mogućnostima za daljnje ublažavanje u SAD-u i Euro zoni te na tržištima u nastajanju s padajućom inflacijom i ograničenim makroekonomskim neravnotežama. Labavljenje monetarne politike pomaže održavanju cijena više imovinskih klasa na visokim razinama, iako su općenito koristi za realni sektor manje no ranije. U mnogim je zemljama fiskalna relaksacija i dalje ograničena, s ciljem da se niske kamatne stope dodatno koriste kao podrška ekonomskom rastu. Neizvjesnost u globalnim trgovinskim odnosima, usporavanje rasta investicija, osobne potrošnje te osobito izvoza dobara i usluga trebali bi održati rast svjetske ekonomije u 2020. godini na relativno skromnoj razini, malo iznad 2,5%. Pritom se očekuje usporavanje rasta u SAD (ispod 2%) i Kini (ispod 6%), stagnaciju u euro zoni (1,2%) te blago ubrzanje rasta na tržištima u nastajanju.

FED je smanjio ciljani kamatni koridor za ukupno 75bp u namjeri da stabilizira ekonomski rast te s obzirom na nižu inflaciju, neutralnu kamatnu stopu ( $R^*$ ) te nižu prirodnu stopu nezaposlenosti. Iako FED nastavlja upravljati silaznim rizicima, očekujemo tek jedno smanjenje ključnog kamatnjaka za 25bp u ožujku 2020. godine. Dok god rast BDP-a ne odstupa bitno od 2% (ne pada znatno ispod potencijala od oko 1,7%) uz temeljnu PCE inflaciju blizu 2%, očekujemo da FED zadrži ključnu kamatnu stopu na 1.25-1.5% u ostatku 2020. godine. ECB je krenula u novu rundu monetarne relaksacije u rujnu 2019. godine, uključujući smanjenje depozitne stope za 10bp (na -0,50%), program kvantitativnog labavljenja od EUR 20 mlrd. mjesečno na snazi do netom prije nego što ECB bude spremna podići kamate, kao i dvostupanjski (tiering) sustav naknade na (višak) rezervi.

U tablici 1 dana je procjena kretanja BDP-a, inflacije i nezaposlenosti u 2018., 2019. i 2020. godini za odabrane zemlje.



Tablica 1 Procjena kretanja BDP-a, inflacije i nezaposlenosti u 2018., 2019. i 2020. godini za odabrane zemlje

|                           | Rast BDP-a (%) |       |       |       | Inflacija (%) |       |       |       | Nezaposlenost (%) |       |       |       |
|---------------------------|----------------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------------------|-------|-------|-------|
|                           | 2018           | 2019F | 2020F | 2021F | 2018          | 2019F | 2020F | 2021F | 2018              | 2019F | 2020F | 2021F |
| Svijet*                   | 3,6            | 3,1   | 3,1   | 3,2   | 3,0           | 2,8   | 2,8   | 2,7   | 5,2               | 5,1   | 5,1   | 5,1   |
| Razvijene ekonomije       | 2,3            | 1,7   | 1,5   | 1,7   | 2,3           | 1,7   | 1,9   | 1,9   | 5,1               | 4,9   | 4,8   | 4,8   |
| SAD                       | 2,9            | 2,3   | 1,8   | 1,9   | 2,5           | 1,8   | 2,0   | 2,0   | 3,9               | 3,7   | 3,7   | 3,8   |
| Japan                     | 0,8            | 0,9   | 0,3   | 0,8   | 1,0           | 0,6   | 0,9   | 0,8   | 2,4               | 2,4   | 2,4   | 2,4   |
| European Union            | 2,0            | 1,4   | 1,2   | 1,5   | 1,9           | 1,5   | 1,5   | 1,6   | 7,1               | 6,7   | 6,7   | 6,6   |
| Euro zona                 | 1,9            | 1,1   | 1,0   | 1,3   | 1,8           | 1,2   | 1,2   | 1,5   | 8,2               | 7,6   | 7,5   | 7,4   |
| Njemačka                  | 1,5            | 0,5   | 0,7   | 1,2   | 1,9           | 1,4   | 1,4   | 1,5   | 5,2               | 5,0   | 5,1   | 5,1   |
| Francuska                 | 1,7            | 1,3   | 1,1   | 1,3   | 2,1           | 1,3   | 1,3   | 1,4   | 9,1               | 8,5   | 8,3   | 8,2   |
| Italija                   | 0,8            | 0,1   | 0,4   | 0,6   | 1,3           | 0,7   | 0,8   | 1,0   | 10,6              | 10,0  | 10,0  | 10,0  |
| Austrija                  | 2,3            | 1,5   | 1,2   | 1,6   | 2,0           | 1,5   | 1,6   | 1,7   | 4,9               | 4,6   | 4,7   | 4,6   |
| Španjolska                | 2,4            | 2,0   | 1,7   | 1,6   | 1,7           | 0,8   | 1,1   | 1,5   | 15,3              | 14,1  | 13,4  | 12,7  |
| Grčka                     | 1,9            | 1,7   | 1,9   | 1,7   | 0,8           | 0,5   | 0,8   | 1,0   | 19,4              | 17,5  | 16,3  | 15,5  |
| Nizozemska                | 2,6            | 1,7   | 1,5   | 1,6   | 1,7           | 2,6   | 1,6   | 1,7   | 3,8               | 3,4   | 3,6   | 3,4   |
| Slovenija                 | 4,1            | 2,7   | 2,6   | 2,6   | 1,7           | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 5,4               | 4,2   | 3,8   | 3,5   |
| Luksemburg                | 2,6            | 2,4   | 2,5   | 2,7   | 2,0           | 1,8   | 1,5   | 1,9   | 5,0               | 5,3   | 5,2   | 5,0   |
| Švicarska                 | 2,8            | 0,8   | 1,2   | 1,4   | 1,0           | 0,5   | 0,6   | 0,7   | 2,6               | 2,3   | 2,4   | 2,5   |
| Ujedinjeno Kraljevstvo    | 1,4            | 1,2   | 1,1   | 1,5   | 2,5           | 1,9   | 1,9   | 2,0   | 4,1               | 3,9   | 4,0   | 3,9   |
| Izrael                    | 3,7            | 3,1   | 3,2   | 3,0   | 0,8           | 1,0   | 1,1   | 1,7   | 4,0               | 4,0   | 4,1   | 4,0   |
| Tržišta u nastajanju (EM) | 4,9            | 4,5   | 4,6   | 4,7   | 3,6           | 3,8   | 3,7   | 3,4   | 5,9               | 5,3   | 5,3   | 5,1   |
| Kina                      | 6,6            | 6,1   | 5,9   | 5,7   | 2,1           | 2,5   | 2,4   | 2,2   | 3,8               | 3,9   | 4,0   | 4,0   |
| Koreja                    |                |       |       |       |               |       |       |       |                   |       |       |       |
| Rusija                    | 2,3            | 1,1   | 1,6   | 1,9   | 2,9           | 4,5   | 3,5   | 4,0   | 4,8               | 4,6   | 4,5   | 4,5   |
| Turska                    | 2,7            | -0,3  | 2,3   | 3,1   | 16,2          | 15,8  | 12,0  | 10,7  | 11,0              | 14,0  | 13,4  | 12,8  |
| CEE                       | 4,3            | 3,7   | 3,0   | 2,8   | 2,5           | 2,7   | 2,7   | 2,5   | 5,9               | 6,5   | 6,4   | 6,4   |
| Poljska                   | 5,1            | 4,3   | 3,4   | 2,9   | 1,7           | 2,3   | 2,8   | 2,5   | 3,9               | 5,4   | 5,5   | 5,5   |
| Rumunjska                 | 3,9            | 4,0   | 3,1   | 2,7   | 4,6           | 3,9   | 3,3   | 3,0   | 4,2               | 3,9   | 4,1   | 4,3   |
| Hrvatska                  | 2,7            | 3,0   | 2,8   | 2,6   | 1,5           | 0,6   | 1,2   | 1,5   | 8,4               | 6,5   | 5,5   | 5,0   |

Izvor: FocusEconomics, Bloomberg

\* FocusEconomics median

### 3.2 Okruženje u Hrvatskoj

Rast hrvatskog bruto društvenog proizvoda u 2019. godini blago je ubrzao na 3,0% (sa 2,7% u 2018.), predvođen osobnom potrošnjom, investicijama u fiksni kapital te blagim ubrzanjem rasta ukupnog izvoza. Potrošnja nije podržana samo rekordnom turističkom sezonom, već i ubrzanjem rasta plaća, kontinuiranim rastom zaposlenosti, rastom kredita stanovništvu te doznakama iz inozemstva. Poboljšani su izgledi potencijalne stope rasta uslijed financijskog restrukturiranja Fortenova Grupe, bržeg povlačenja sredstava iz EU fondova i snažnog rasta građevinske aktivnosti. Konkurentski zahtjevi s kojima se suočava rastući izvozni sektor, kao i rekordna zadržana dobit te rast kreditiranja poduzeća uz povoljnije (investicijsko) financiranje ohrabruju privatne investicije. Iako osjetno smanjen, negativni doprinosi neto izvoza posljedica je slabije inozemne potražnje, podbačaja u industriji te snažnog uvoza potrošačkih i investicijskih dobara.

U 2020. godini očekujemo malo sporiju stopu rasta BDP-a (2,8%) uslijed relativno slabe inozemne potražnje, manje kontribucije zaliha te sporijeg rasta deviznog priljeva u turizmu nakon višegodišnje snažne ekspanzije. Ohrabruje pak kontinuirano jaka domaća potražnja na krilima rasta osobne potrošnje (oko 3%) te i dalje snažnog rasta investicija (6,5%) zahvaljujući snažnom tržištu rada, rastu raspoloživog dohotka, povoljnijim uvjetima financiranja, rezanju parafiskalnih nameta (za HRK 2,5 mlrd.) te rastu ne-cjenovne konkurentnosti, što se primjerice odražava kroz pomak na najvažnijoj svjetskoj ljestvici liberalizacije tržišta (OECD PMR).

Tijekom 2020. godine očekuje se nastavak rasta zaposlenosti malo iznad 1%, što u kombinaciji s emigracijskim tokovima implicira pad stope nezaposlenosti ispod 6% u 2020. godini s očekivanih 6,5% u 2019. godini.

Prosječna inflacija u 2019. godini pala je na 0,8% zahvaljujući padu PDV-a na prehrambene proizvode početkom godine, jeftinijim energentima te općenito prigušenim uvoznim cijenama. U 2020. godini očekujemo inflaciju malo iznad 1% uslijed vrlo niske uvozne inflacije, niže cijene nafte te stabilne kune. Spomenuti faktori nastavit će gušiti cjenovne pritiske po osnovi ubrzanog rasta plaća te rastućeg trenda cijena usluga, primjerice u turizmu uslijed postepene konvergencije cijena u turističkoj industriji prema EU prosjecima te jednokratnog poskupljenja zbrinjavanja otpada u Zagrebu.

Očekivani uravnoteženi saldo proračuna u 2019. godini rezultat je rasta poreznih prihoda na potrošnju, socijalnih doprinosa te sredstava iz EU fondova te puno nižeg troška kamata. Sljedeća godina također bi mogla završiti uravnoteženo zahvaljujući porezno-izdašnoj snažnoj domaćoj potražnji, jačoj ulozi EU fondova u investicijama, nižem trošku kamata, dok nastavak pregovora o masi plaća u javnom sektoru otvara negativne rizike. Sličan nominalni rast BDP-a kao u zadnje dvije godine u kombinaciji s nižim izdacima za kamate i primarnim suficitom iznad 1,5% BDP-a pogoduje padu javnog duga ispod 70% BDP-a u 2020. godini s očekivanih 72% u 2019. godini. Prema Maastrichtskim kriterijima već četvrtu godinu svjedočimo znatno bržem padu duga od onoga što se tim odredbama propisuje.

Niska inflacija, stabilan tečaj te labavljenje monetarne politike ECB-a pogoduju ekspanzivnom usmjerenju politike HNB-a. To je prvenstveno izraženo kroz održavanje viška kunske likvidnosti iznad 10% (do 12% GDP-a) te sličnog viška devizne likvidnosti u funkciji politike nulte kamatne stope na novčanom tržištu. Isto je pridonijelo daljnjem smanjenju aktivnih i pasivnih kamatnih stopa poslovnih banaka te rastu kreditne potražnje i kreditnih plasmana banaka. Aprecijacijski pritisci na tečaj EUR/HRK povezani su s rastućim deviznim приходima od turizma te EU fondova, povoljnim makroekonomskim fundamentima, posebno smanjenjem fiskalnih i eksternih neravnoteža, te očekivanim ulaskom u tečajni mehanizam ERM 2 do kraja 2020. godine. Osnaženi izgledi u pogledu daljnjeg poboljšanja kreditnog rejtinga poboljšavaju sentiment investitora prema domaćoj imovini.

### 3.3 Inflacija

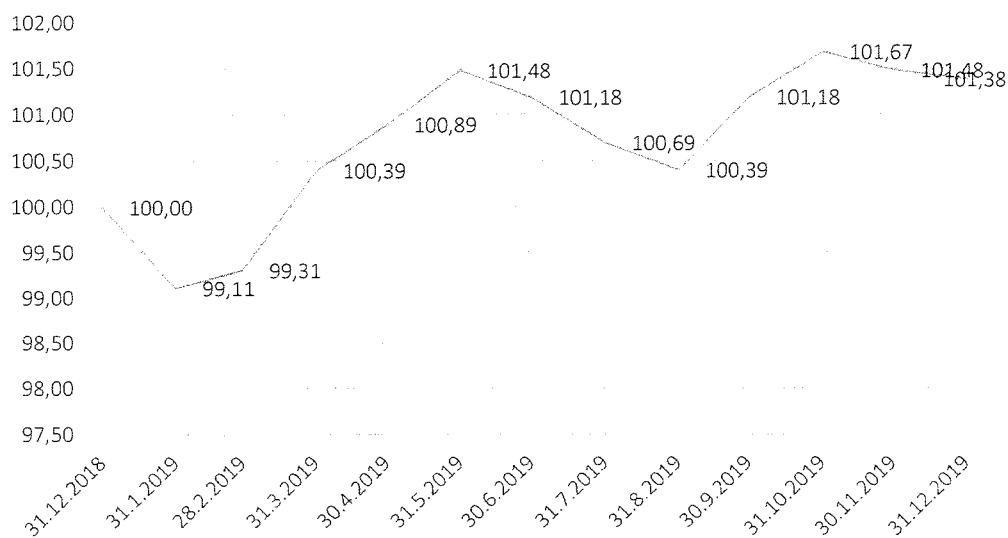
Cijene dobara i usluga za osobnu potrošnju, mjerene indeksom potrošačkih cijena, su u prosincu 2019. u odnosu na prosinac 2018. više za 1,38%, dok su u godišnjem prosjeku više za 0,80%.

Tablica 2 Indeks potrošačkih cijena

|          | sij    | vlj    | ožu    | tra    | svi    | lip    | srp    | kol    | ruj    | lis    | stu    | pro    |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2018     | 100,40 | 100,30 | 100,90 | 101,70 | 102,10 | 102,10 | 101,10 | 101,10 | 101,90 | 102,50 | 102,30 | 101,50 |
| 2019     | 100,60 | 100,80 | 101,90 | 102,40 | 103,00 | 102,70 | 102,20 | 101,90 | 102,70 | 103,20 | 103,00 | 102,90 |
| promjena | 0,20%  | 0,50%  | 0,99%  | 0,69%  | 0,88%  | 0,59%  | 1,09%  | 0,79%  | 0,79%  | 0,68%  | 0,68%  | 1,38%  |

Izvor: Državni zavod za statistiku

Slika 1 Kretanje indeksa potrošačkih cijena u 2019. godini (normirano s početkom godine)



## 4 REZULTATI RADA FONDOVA POD UPRAVLJANJEM

### 4.1 Članovi

Fond kategorije A namijenjen je mlađim članovima kojima je prema članku 93. stavak (1) Zakona do referentnog dana koji je definiran kao dan ispunjenja starosnih uvjeta za stjecanje prava na starosnu mirovinu prema Zakonu o mirovinskom osiguranju ostalo deset ili više godina. Fond kategorije B namijenjen je članovima srednje životne dobi kojima je do referentnog dana, odnosno ispunjenja starosnih uvjeta za starosnu mirovinu prema Zakonu o mirovinskom osiguranju, ostalo pet ili više godina sukladno odredbi članka 93 stavak (2) Zakona. U fond kategorije B REGOS će rasporediti člana iz fonda kategorije A sukladno odredbi članka 96. stavak (1) na dan kada ispuni uvjet da do referentnog dana ima manje od deset godina. Fond kategorije C namijenjen je za one članove kojima je do starosne mirovine ostalo manje od 5 godina. Počevši od listopada 2019. godine REGOS će nove članove koji sami ne odaberu kategoriju obveznog mirovinskog fonda rasporediti u mirovinski fond kategorije A.

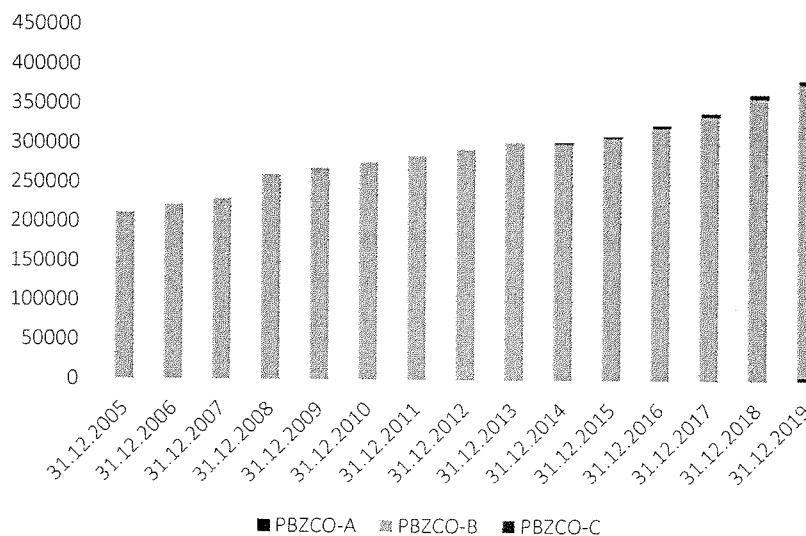
Ukupan broj članova fondova pod upravljanjem Društva na dan 31.12.2019. godine je 383.126. U odnosu na 31.12.2018. godine to je porast od 18.372 člana odnosno 5,0%. Primijeti se velik porast broja članova fonda kategorije A što je posljedica novog načina raspoređivanja članova koji je na snazi od listopada 2019. godine.

Tablica 3 Usporedni prikaz broja članova 31.12.2018. - 31.12.2019.

| Fond          | 31.12.2018     | 31.12.2019     | razlika       | % promjena  |
|---------------|----------------|----------------|---------------|-------------|
| PBZCO-A       | 1.168          | 5.192          | 4.024         | 344,5%      |
| PBZCO-B       | 357.963        | 371.891        | 13.928        | 3,9%        |
| PBZCO-C       | 5.623          | 6.043          | 420           | 7,5%        |
| <b>Ukupno</b> | <b>364.754</b> | <b>383.126</b> | <b>18.372</b> | <b>5,0%</b> |

Tržišni udio po članovima je tijekom 2019. godine narastao sa 18,8% na 19,1%.

Slika 2 Povijesni prikaz broja članova



## 4.2 Imovina

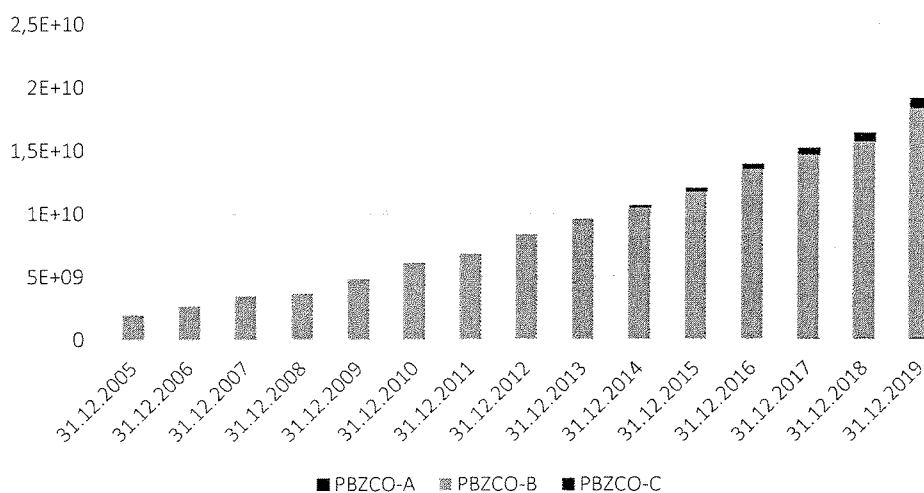
Ukupna imovina pod upravljanjem na dan 31.12.2019. godine iznosi 19.126.751.725,50 kuna. U odnosu na 31.12.2018 godine to je porast od 2.792.762.986 kuna odnosno 17,1%.

Tablica 4 Usporedni prikaz neto imovine pod upravljanjem 31.12.2018.-31.12.2019

| Fond          | 31.12.2018            | 31.12.2019            | razlika              | % promjena   |
|---------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|--------------|
| PBZCO-A       | 91.691.974            | 129.233.032           | 37.541.057           | 40,9%        |
| PBZCO-B       | 15.494.835.511        | 18.113.165.690        | 2.618.330.178        | 16,9%        |
| PBZCO-C       | 747.461.254           | 884.353.004           | 136.891.750          | 18,3%        |
| <b>Ukupno</b> | <b>16.333.988.740</b> | <b>19.126.751.726</b> | <b>2.792.762.986</b> | <b>17,1%</b> |

Najveći udio (94,7%) otpada na fond kategorije B.

Slika 3 Povijesni prikaz neto imovine pod upravljanjem



Tržišni udio PBZ CROATIA OSIGURANJE OMF-ova pod upravljanjem u ukupnoj neto imovini svih obveznih mirovinskih fondova na 31.12.2019. godine iznosio je 16,99% i u proteklih godinu dana narastao je za 0,34%.

Tablica 5 Tržišni udjeli po neto imovini pod upravljanjem

| Fond          | 31.12.2018            |                                  | 31.12.2019            |                                  | Promjena tržišnog udjela |
|---------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------|----------------------------------|--------------------------|
|               | Neto imovina          | Tržišni udio (unutar kategorije) | Neto imovina          | Tržišni udio (unutar kategorije) |                          |
| PBZCO-A       | 91.691.974            | 14,04%                           | 129.233.032           | 15,60%                           | 1,55%                    |
| PBZCO-B       | 15.494.835.511        | 16,73%                           | 18.113.165.690        | 17,07%                           | 0,34%                    |
| PBZCO-C       | 747.461.254           | 15,45%                           | 884.353.004           | 15,65%                           | 0,21%                    |
| <b>Ukupno</b> | <b>16.333.988.740</b> | <b>16,65%</b>                    | <b>19.126.751.726</b> | <b>16,99%</b>                    | <b>0,34%</b>             |

### 4.3 Alokacija sredstava po fondovima

#### 4.3.1 Fond A

Cilj ulaganja PBZCO OMF – kategorija A je dugoročni kapitalni rast uz prihvaćanje višeg rizika većim ulaganjem u dionice domaćih i stranih izdavatelja s uređenih tržišta kapitala, ulaganjem u dužničke vrijednosne papire i ostale financijske instrumente sukladno zakonskim ograničenjima i utvrđenim Načelima ulaganja Fonda PBZCO OMF - kategorija A.

Dugoročnim ulagačkim horizontom i većom tolerancijom prema riziku, pruža se mogućnost ostvarivanja viših prinosa koje ostvaruju dionice, uz stabilnost koja se postiže ulaganjem u dužničke vrijednosne papire.

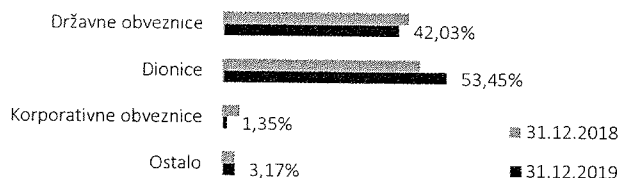
Ulaganjem imovine PBZCO OMF – kategorija A Društvo nastoji ostvariti kapitalni rast investicija, posebno vodeći računa o sigurnosti imovine, postupajući s pozornošću savjesnog gospodarstvenika isključivo u interesu članova.

Na dan 31.12.2019. najveći dio imovine bio je uložen u dionice (53,45%) i državne obveznice (42,03%).

U nastavku je prikazana struktura ulaganja po vrstama imovine, sektorskoj izloženosti, geografskoj izloženost te valutna struktura na dan 31.12.2019.

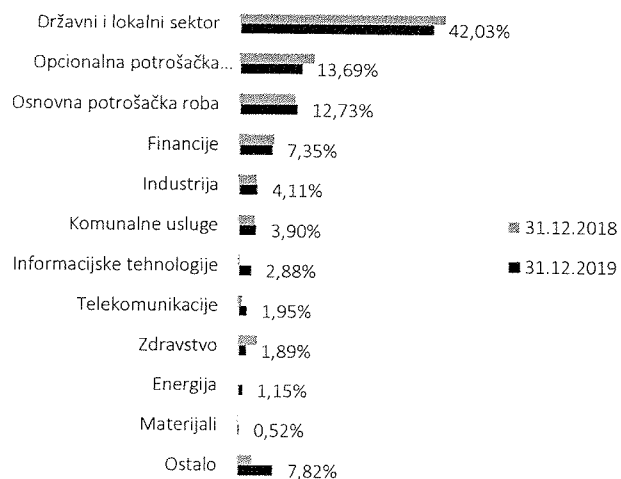
Tablica 6 Fond A - struktura ulaganja po vrsti imovine

| Vrsta imovine          | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|------------------------|------------|------------|---------|
| Državne obveznice      | 44,75%     | 42,03%     | -2,72%  |
| Dionice                | 47,28%     | 53,45%     | 6,17%   |
| Korporativne obveznice | 4,49%      | 1,35%      | -3,14%  |
| Ostalo                 | 3,48%      | 3,17%      | -0,31%  |



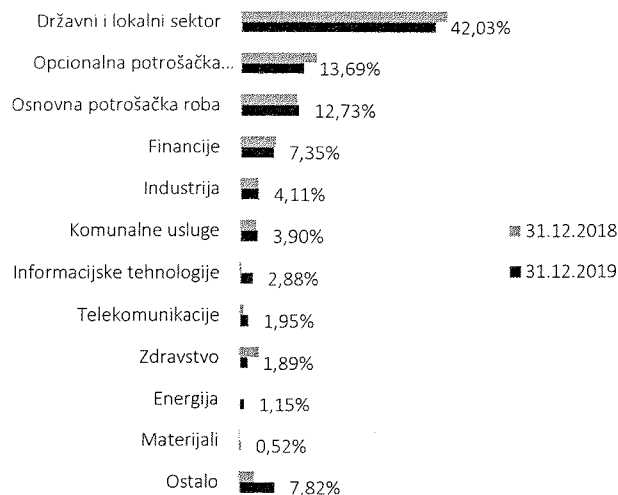
Tablica 7 Fond A - struktura ulaganja po gospodarskim sektorima

| Sektor                     | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|----------------------------|------------|------------|---------|
| Državni i lokalni sektor   | 44,75%     | 42,03%     | -2,72%  |
| Opcionalna potrošačka roba | 16,65%     | 13,69%     | -2,96%  |
| Osnovna potrošačka roba    | 12,42%     | 12,73%     | 0,31%   |
| Financije                  | 7,92%      | 7,35%      | -0,57%  |
| Industrija                 | 4,23%      | 4,11%      | -0,12%  |
| Komunalne usluge           | 3,84%      | 3,90%      | 0,06%   |
| Informacijske tehnologije  | 0,62%      | 2,88%      | 2,26%   |
| Telekomunikacije           | 1,14%      | 1,95%      | 0,81%   |
| Zdravstvo                  | 4,44%      | 1,89%      | -2,55%  |
| Energija                   | 0,06%      | 1,15%      | 1,09%   |
| Materijali                 | 0,45%      | 0,52%      | 0,07%   |
| Ostalo                     | 3,48%      | 7,82%      | 4,34%   |



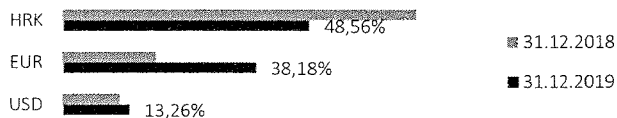
Tablica 8 Fond A – struktura ulaganja po geografskoj izloženosti

| Sektor                      | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|-----------------------------|------------|------------|---------|
| HRVATSKA                    | 77,13%     | 74,12%     | -3,01%  |
| POSREDNO - EUROPA           | 5,34%      | 7,66%      | 2,32%   |
| SLOVENIJA                   | 7,85%      | 5,68%      | -2,17%  |
| POSREDNO - SIEVERNA AMERIKA | 0,13%      | 3,90%      | 3,77%   |
| ŠPANJOLSKA                  | 1,57%      | 2,36%      | 0,79%   |
| NJEMAČKA                    | 1,63%      | 1,61%      | -0,02%  |
| ITALIJA                     | 1,00%      | 1,55%      | 0,55%   |
| NIZOZEMSKA                  | 0,82%      | 0,98%      | 0,16%   |
| AUSTRIJA                    | 0,96%      | 0,60%      | -0,36%  |
| FINSKA                      | 0,11%      | 0,54%      | 0,43%   |
| FRANCUSKA                   | 3,38%      | 0,27%      | -3,11%  |
| OSTALO                      | 0,08%      | 0,73%      | 0,65%   |



Tablica 9 Fond A – valutna izloženost

| Valuta | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|--------|------------|------------|---------|
| HRK    | 69,82%     | 48,56%     | -21,26% |
| EUR    | 18,65%     | 38,18%     | 19,53%  |
| USD    | 11,53%     | 13,26%     | 1,73%   |



Za razliku od valutne izloženosti prikazane u prethodnoj tablici, u izračun Zakonske valutne usklađenosti ulazi i imovina kojom se trguje ili koja se namiruje u kuni. Na 31.12.2019. udio takve imovine u fondu A je 57,67% što u potpunosti zadovoljava Zakonski minimum od 40%.

#### 4.3.2 Fond B

Investicijski ciljevi PBZCO OMF - kategorija B su očuvanje i rast vrijednosti uloženi novčanih sredstava na dugi rok, umjereno rizičnom strategijom ulaganja.

Investicijski ciljevi ostvaruju se pretežnim ulaganjem u dužničke vrijednosne papire, dionice i ostale financijske instrumente sukladno zakonskim ograničenjima i utvrđenim Načelima ulaganja Fonda i Statutom.

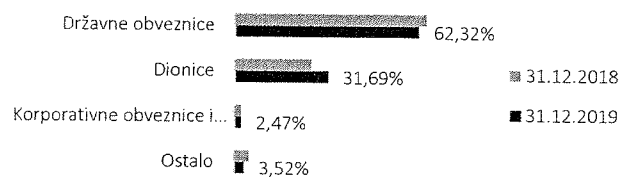
Društvo upravlja imovinom PBZCO OMF - kategorija B pozornošću savjesnog gospodarstvenika, isključivo u interesu članova fonda, posebno vodeći brigu o sigurnosti imovine fonda ali i o profitabilnosti ulaganja.

Na dan 31.12.2019. najveći udio imovine bio je investiran u državne obveznice (62,32%) i u dionice (31,69%).

Za Fond PBZCO OMF – kategorija B u nastavku je prikazana struktura ulaganja po vrsti imovine, sektorskoj izloženosti, geografskoj izloženosti te valutna struktura na dan 31.12.2019.

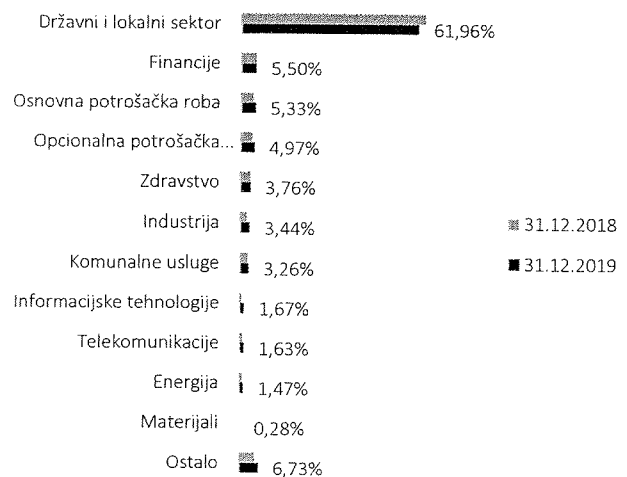
Tablica 10 Fond B - struktura ulaganja po vrsti imovine

| Vrsta imovine               | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|-----------------------------|------------|------------|---------|
| Državne obveznice           | 65,26%     | 62,32%     | -2,94%  |
| Dionice                     | 26,29%     | 31,69%     | 5,40%   |
| Korporativne obveznice i KZ | 2,92%      | 2,47%      | -0,45%  |
| Ostalo                      | 5,53%      | 3,52%      | -2,01%  |



Tablica 11 Fond B - struktura ulaganja po gospodarskim sektorima

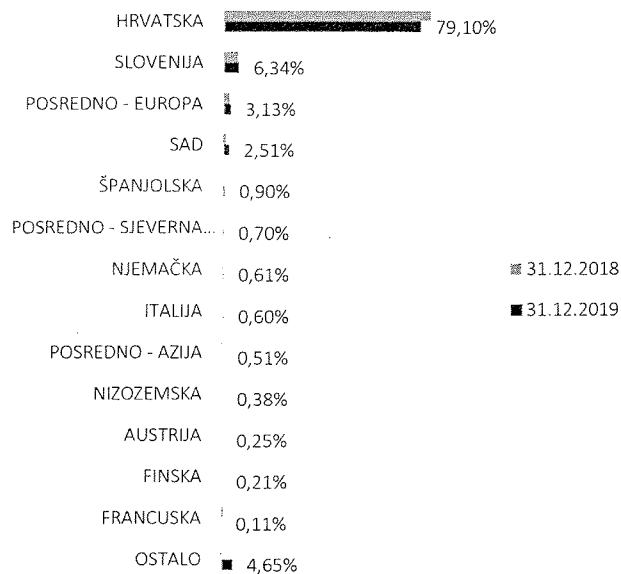
| Sektor                     | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|----------------------------|------------|------------|---------|
| Državni i lokalni sektor   | 64,56%     | 61,96%     | -2,60%  |
| Financije                  | 5,75%      | 5,50%      | -0,25%  |
| Osnovna potrošačka roba    | 4,69%      | 5,33%      | 0,64%   |
| Opcionalna potrošačka roba | 4,45%      | 4,97%      | 0,52%   |
| Zdravstvo                  | 3,99%      | 3,76%      | -0,23%  |
| Industrija                 | 3,04%      | 3,44%      | 0,40%   |
| Komunalne usluge           | 3,32%      | 3,26%      | -0,06%  |
| Informacijske tehnologije  | 1,16%      | 1,67%      | 0,51%   |
| Telekomunikacije           | 1,52%      | 1,63%      | 0,11%   |
| Energija                   | 1,55%      | 1,47%      | -0,08%  |
| Materijali                 | 0,17%      | 0,28%      | 0,11%   |
| Ostalo                     | 5,80%      | 6,73%      | 0,93%   |





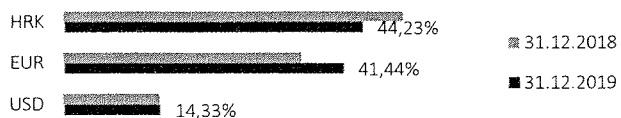
Tablica 12 Fond B – struktura ulaganja po geografskoj izloženosti

| Sektor                      | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|-----------------------------|------------|------------|---------|
| HRVATSKA                    | 83,48%     | 79,10%     | -4,38%  |
| SLOVENIJA                   | 6,46%      | 6,34%      | -0,12%  |
| POSREDNO - EUROPA           | 3,12%      | 3,13%      | 0,01%   |
| SAD                         | 1,74%      | 2,51%      | 0,77%   |
| ŠPANJOLSKA                  | 0,58%      | 0,90%      | 0,32%   |
| POSREDNO - SJEVERNA AMERIKA | 0,40%      | 0,70%      | 0,30%   |
| NJEMAČKA                    | 0,60%      | 0,61%      | 0,01%   |
| ITALIJA                     | 0,50%      | 0,60%      | 0,10%   |
| POSREDNO - AZIJA            | 0,47%      | 0,51%      | 0,04%   |
| NIZOZEMSKA                  | 0,31%      | 0,38%      | 0,07%   |
| AUSTRIJA                    | 0,33%      | 0,25%      | -0,08%  |
| FINSKA                      | 0,04%      | 0,21%      | 0,17%   |
| FRANCUSKA                   | 1,27%      | 0,11%      | -1,16%  |
| OSTALO                      | 0,70%      | 4,65%      | 3,95%   |



Tablica 13 Fond B - valutna izloženost

| Valuta | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|--------|------------|------------|---------|
| HRK    | 50,30%     | 44,23%     | -6,07%  |
| EUR    | 35,32%     | 41,44%     | 6,12%   |
| USD    | 14,38%     | 14,33%     | -0,05%  |



Za razliku od valutne izloženosti prikazane u prethodnoj tablici, u izračun Zakonske valutne usklađenosti ulazi i imovina kojom se trguje ili koja se namiruje u kuni. Na 31.12.2019. udio takve imovine u fondu B je 64,44% što u potpunosti zadovoljava Zakonski minimum od 60%.

### 4.3.3 Fond C

Osnovni investicijski ciljevi PBZCO OMF – kategorija C su očuvanje vrijednosti imovine, ostvarenje optimalnog prinosa uz nizak stupanj rizika te visoka razina likvidnosti usklađena s očekivanim trajanjem članstva u Fondu.

Navedeni ciljevi ostvaruju se pretežnim ulaganjem u dužničke vrijednosne papire i ostale financijske instrumente sukladno zakonskim ograničenjima i utvrđenim Načelima ulaganja i Statutom PBZCO OMF – kategorija C.

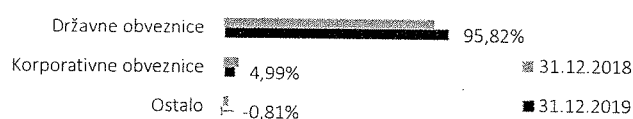
Imovina PBZCO OMF – kategorija C ulaže se na način da bude ročno usklađena s obvezama mirovinskog Fonda.

Na dan 31.12.2019. najveći dio imovine, 95,82%, bio je uložen u državne obveznice.

Za Fond PBZCO OMF – kategorija C u nastavku je prikazana struktura ulaganja po vrsti imovine, sektorskoj izloženosti te valutna struktura na dan 31.12.2018.

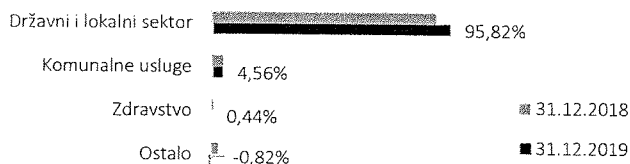
Tablica 14 Fond C - struktura ulaganja po vrsti imovine

| Vrsta imovine          | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|------------------------|------------|------------|---------|
| Državne obveznice      | 90,10%     | 95,82%     | 5,72%   |
| Korporativne obveznice | 6,99%      | 4,99%      | -2,00%  |
| Ostalo                 | 2,91%      | -0,81%     | -3,72%  |



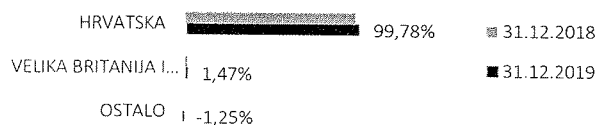
Tablica 15 Fond C - struktura ulaganja po gospodarskim sektorima

| Sektor                   | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|--------------------------|------------|------------|---------|
| Državni i lokalni sektor | 90,53%     | 95,82%     | 5,29%   |
| Komunalne usluge         | 5,13%      | 4,56%      | -0,57%  |
| Zdravstvo                | 1,06%      | 0,44%      | -0,62%  |
| Ostalo                   | 3,28%      | -0,82%     | -4,10%  |



Tablica 16 Fond C – struktura ulaganja po geografskoj izloženosti

| Sektor                       | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|------------------------------|------------|------------|---------|
| HRVATSKA                     | 98,16%     | 99,78%     | 1,62%   |
| VELIKA BRITANIJA I SJ. IRSKA | 1,74%      | 1,47%      | -0,27%  |
| OSTALO                       | 0,10%      | -1,25%     | -1,35%  |



Tablica 17 Fond C - valutna izloženost

| Valuta | 31.12.2018 | 31.12.2019 | razlika |
|--------|------------|------------|---------|
| HRK    | 82,59%     | 73,83%     | -8,76%  |
| EUR    | 13,23%     | 22,88%     | 9,65%   |
| USD    | 4,18%      | 3,30%      | -0,88%  |



Za razliku od valutne izloženosti prikazane u prethodnoj tablici, u izračun Zakonske valutne usklađenosti ulazi i imovina kojom se trguje ili koja se namiruje u kuni. Na 31.12.2019. udio takve imovine u fondu C je 95,41% što u potpunosti zadovoljava Zakonski minimum od 90%.

#### 4.4 Ključni investicijski događaji i odluke u 2019. godini

Tijekom 2019. godine nastavlja se sudjelovanje hrvatskih mirovinskih fondova na tržištima državnih dužničkih vrijednosnih papira. Fondovi pod upravljanjem Društva sudjelovali su na izdanjima državnih obveznica Republike Hrvatske na domaćem i na inozemnom tržištu. Na domaćem tržištu, u veljači 2019. godine izdana je obveznica RHMF-O-222E u iznosu 500 milijuna EUR te nova tranša obveznice RHMF-O-297A u iznosu 5 milijardi HRK, a u studenom 2019. godine izdana je RHMF-O-34BA u iznosu 7,5 milijardi HRK. Na navedenim izdanjima PBZCO OMF-ovi su sudjelovali u iznosu 1,34 milijarde HRK. Na inozemnom tržištu, u lipnju 2019. godine izdana je euroobveznica denominirana u eurima s dospijećem 2029. godine u iznosu od 1,5 milijardi EUR, pri čemu su PBZCO OMF-ovi upisali 48,5 milijuna EUR. Osim navedenog, bili su aktivni i na sekundarnom tržištu državnih obveznica.

U 2019. godini, nastavljeno je financiranje domaćih kompanija putem tržišta kapitala. Realizirana su ulaganja u društva Helios Faros d.d., Modra špilja d.d. i Vis d.d. za koje je Nadzorni odbor Društva 2017. godine dao suglasnost na ulaganja obzirom da se radilo o ulaganju u vlasničke vrijednosne papire iznad 10% izdanja. Ukupno ulaganje u navedena društva tijekom 2019. godine iznosilo je 131 milijun HRK. Osim navedenih, više od 10% izdanja je stečeno u društvu Professio Energia d.d. s ulaganjem u iznosu od 34,5 milijuna HRK. Također, sudjelovalo se na inicijalnom izdanju dionica društva Meritus ulaganja d.d., pri čemu je ukupno ulaganje iznosilo 22,3 milijuna HRK.

Na sekundarnom tržištu, PBZCO OMF-ovi kategorije A i kategorije B su povećali izloženost domaćim dionicama ulaganjima u dionice društva Atlantic grupa d.d., Čakovečki mlinovi d.d., ACI d.d., Podravka d.d., Jadran d.d. Crikvenica, Ericsson Nikola Tesla d.d., Plava laguna d.d., Turisthotel d.d., Hrvatski telekom d.d., FTB turizam d.d. i Dukat d.d. pri čemu je ukupno uloženo oko 123 milijuna HRK.

Tijekom 2019. godine navedeni fondovi su bili aktivni i na inozemnim dioničkim tržištima, na kojima su izloženost stjecali putem ETF-ova te pojedinačnim izborom dionica. U inozemne dionice se ulagalo i korištenjem kvantitativnih modela. Također je povećana izloženost alternativnim investicijskim fondovima pri čemu je uloženo i u prvi hrvatski venture capital fond Fil Rouge Capital.

## 4.5 Ulaganja iznad 10% u izdavatelju

U nastavku su prikazana ulaganja u kojima fond ili fondovi drže više od 10% udjela u izdavatelju na dan 31.12.2019.

Tablica 18 Ulaganja iznad 10% u izdavatelju

| Izdavatelj                      | Vrijednosni papir | Udio u izdavatelju |         |               | Udio u neto imovini |         |
|---------------------------------|-------------------|--------------------|---------|---------------|---------------------|---------|
|                                 |                   | PBZCO-A            | PBZCO-B | Ukupno        | PBZCO-A             | PBZCO-B |
| MODRA ŠPILIJA d.d.              | MDSP-R-A          | 0,62%              | 91,01%  | <b>91,63%</b> | 0,23%               | 0,24%   |
| VIS d.d.                        | VIS-R-A           | 0,49%              | 72,87%  | <b>73,36%</b> | 0,17%               | 0,18%   |
| JADRAN d.d.                     | JDRN-R-B          | 0,39%              | 57,64%  | <b>58,02%</b> | 1,23%               | 1,31%   |
| PROFESSIO ENERGIA d.d.          | DLPR-R-A          | 1,03%              | 28,97%  | <b>30,00%</b> | 0,93%               | 0,19%   |
| HELIOS FAROS d.d.               | HEFA-R-A          | 0,00%              | 28,99%  | <b>28,99%</b> | 0,00%               | 0,42%   |
| STANOVI JADRAN d.d.             | STJD-R-A          | 0,45%              | 26,23%  | <b>26,68%</b> | 0,34%               | 0,14%   |
| KONČAR - ELEKTROINDUSTRIJA d.d. | KOEI-R-A          | 0,05%              | 16,37%  | <b>16,41%</b> | 0,59%               | 1,48%   |
| PODRAVKA d.d.                   | PODR-R-A          | 0,23%              | 15,04%  | <b>15,27%</b> | 6,21%               | 2,85%   |
| HTP KORČULA d.d.                | HTPK-R-A          | 0,54%              | 14,10%  | <b>14,63%</b> | 0,65%               | 0,12%   |

## 4.6 Ostvareni prinosi i zarade

### 4.6.1 Prinosi od osnutka fondova

Anualizirani prinosi<sup>1</sup> fondova od početka rada do 31.12.2019. godine prikazani su u sljedećoj tablici. Pri tome treba uzeti u obzir da je početak rada fonda B 30.4.2002. godine, a fondova A i C 21.8.2014. godine.

Tablica 19 Anualizirani prinosi fondova od osnutka

| Fond    | Početak rada | Anualizirani prinos od početka rada |
|---------|--------------|-------------------------------------|
| PBZCO-A | 21.8.2014    | 9,14%                               |
| PBZCO-B | 30.4.2002    | 5,34%                               |
| PBZCO-C | 21.8.2014    | 5,83%                               |

### 4.6.2 Prinosi u 2019. godini

Tijekom 2019. godine ostvareni su vrlo dobri prinosi u svim kategorijama obveznih mirovinskih fondova.

Tablica 20 Prinosi fondova u 2019. godini

| Fond    | Vrijednost obračunske jedinice |            | Nominalni prinos | Inflacija <sup>2</sup> | Realni prinos <sup>3</sup> |
|---------|--------------------------------|------------|------------------|------------------------|----------------------------|
|         | 31.12.2018                     | 31.12.2019 |                  |                        |                            |
| PBZCO-A | 139,3961                       | 159,8637   | 14,68%           | 1,38%                  | 13,12%                     |
| PBZCO-B | 226,5363                       | 250,8996   | 10,75%           |                        | 9,25%                      |
| PBZCO-C | 127,1745                       | 135,5545   | 6,59%            |                        | 5,14%                      |

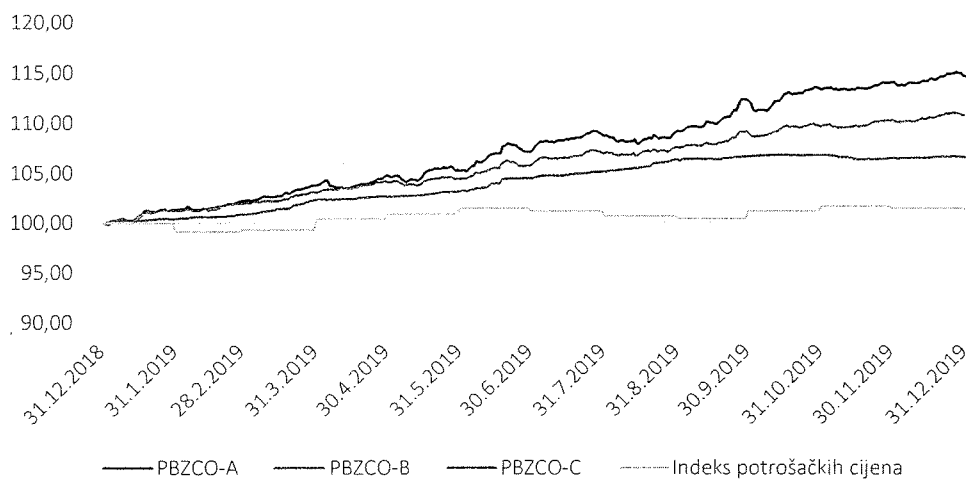
<sup>1</sup> Anualizirani prinos predstavlja prosječni prinos ostvaren na godišnjoj razini koji je fond ostvario od osnivanja, a izračunava se kao geometrijski prosjek prinosa u razdoblju.

<sup>2</sup> Stopa promjene indeksa potrošačkih cijena sa 31.12.2018. na 31.12.2019. godine (Izvor DZS)

<sup>3</sup> Stopa realnog prinosa mirovinskog fonda predstavlja nominalni prinos mirovinskog fonda deflaciran stopom inflacije potrošačkih cijena, a računa se prema formuli  $\text{realni prinos} = (1 + \text{nominalni prinos}) / (1 + \text{stopa inflacije}) - 1$

Inflacija u promatranom razdoblju bila je svega 1,38% (prosinac 2018 – prosinac 2019) što je rezultiralo odličnim realnim prinosima.

Slika 4 Kretanje vrijednosti obračunskih jedinica tijekom 2019. godine (normirano)



#### 4.6.3 Doprinosi pojedinih klasa imovine

Tablica 21 Fond A - doprinosi pojedinih klasa imovine ukupnom prinosu portfelja

| Klasa imovine          | Prinos klase | Prosječni udio u portfelju | Doprinos ukupnom prinosu |
|------------------------|--------------|----------------------------|--------------------------|
| Dionice                | 15,14%       | 49,02%                     | 7,31%                    |
| Državne Obveznice i TZ | 13,57%       | 44,01%                     | 6,30%                    |
| Korporativne obveznice | 6,33%        | 3,73%                      | 0,26%                    |
| Alternativne klase     | 8,42%        | 2,82%                      | 0,33%                    |
| Ostalo                 |              | 0,42%                      | 0,48%                    |
| <b>Ukupno</b>          |              | <b>100,00%</b>             | <b>14,68%</b>            |

U fondu kategorije A u 2019. godini najveća zarada ostvarena je na klasama Dionice i Državne obveznice i TZ na kojima je ukupno ostvareni prinos 13,61%, tj. čiji udio u prinosu fonda iznosi više od 90%.

Najveći doprinos prinosu imala je klasa Dionice čiji je prosječni udio iznosio oko 49%, a ostvareni prinos iznosio je 15,14%. Većina dioničkih tržišta, kako inozemnih tako i domaće, je u 2019. godini ostvarilo pozitivne prinose što je utjecalo i na pozitivno ostvarenje naših dioničkih klasa imovine.

Klasa Državne obveznice i TZ ostvarila je prinos od 13,57%, a prosječan udio je iznosio oko 44%. U 2019. godini značajno su pale kamatne stope, a time su porasle cijene obveznica tj. što je pozitivno utjecalo na klasu Državne obveznice i TZ.

Ostale klase su također ostvarile pozitivne prinose. Klasa Korporativne obveznice je ostvarila prinos od 6,33%, a klasa Alternativni fondovi 8,42% ali zbog manjeg udjela u portfelju, koji je iznosio ukupno 6,55%, njihov udio u prinosu iznosi oko 5,55%.

Tablica 22 Fond B - doprinos pojedinih klasa imovine ukupnom prinosu portfelja

| Klasa imovine          | Prinos klase | Prosječni udio u portfelju | Doprinos ukupnom prinosu |
|------------------------|--------------|----------------------------|--------------------------|
| Dionice                | 20,29%       | 30,17%                     | 5,90%                    |
| Državne Obveznice i TZ | 6,72%        | 63,94%                     | 4,50%                    |
| Korporativne obveznice | 8,97%        | 2,75%                      | 0,26%                    |
| Tržište novca          | -0,56%       | 0,10%                      | -0,01%                   |
| Alternativne klase     | 8,73%        | 1,45%                      | 0,15%                    |
| Ostalo                 |              | 1,59%                      | -0,04%                   |
| <b>Ukupno</b>          |              | <b>100,00%</b>             | <b>10,75%</b>            |

U fondu kategorije B u 2019. godini najveća zarada ostvarena je na klasama Dionice i Državne obveznice i TZ na kojima je ukupno ostvareni prinos 10,4%, tj. čiji udio u prinosu fonda iznosi više od 90%.

Najveći doprinos prinosu imala je klasa Dionice čiji je prosječni udio iznosio oko 30%, a ostvareni prinos iznosio je 20,3%. Zbog značajnog rasta domaćeg i inozemnih dioničkih tržišta, na klasi Dionice ostvaren je najznačajniji doprinos ukupnom prinosu fonda.

Klasa Državne obveznice i TZ ostvarila je prinos od 6,72%, a prosječan udio je iznosio oko 64%. Zbog značajnog rasta cijena domaćih obveznica odnosno pada kamatnih stopa na tržištima kapitala na klasi Državne obveznice i TZ ostvaren je značajniji doprinos ukupnom prinosu fonda.

Dodatni doprinos prinosu fonda ostvaren je i kroz klasu imovine Korporativne obveznice čiji je prosječni udio iznosio oko 2,75% pri čemu je ostvareni prinos u iznosu od 9%. Također, dodatni doprinos prinosu fonda ostvaren je i kroz klasu imovine Alternativne klase čiji je prosječni udio iznosio oko 1,5%, pri čemu je ostvareni prinos u iznosu od 8,7%. U klasi Tržište novca prosječni udio iznosio je 0,1% pri čemu je ostvaren prinos od -0,5% zbog kontinuiranog pada kamatnih stopa na novčanim tržištima. Zbog relativno malog udjela navedenih klasa, prinos istih nije značajno utjecao na ukupan prinos fonda.

Tablica 23 Fond C - doprinos pojedinih klasa imovine ukupnom prinosu portfelja

| Klasa imovine                         | Prinos klase | Prosječni udio u portfelju | Doprinos ukupnom prinosu |
|---------------------------------------|--------------|----------------------------|--------------------------|
| Državne Obveznice i TZ                | 6,63%        | 92,62%                     | 6,26%                    |
| Obveznice za koje jamči država ili CB | 0,80%        | 0,30%                      | 0,00%                    |
| Korporativne obveznice                | 7,39%        | 6,31%                      | 0,48%                    |
| Ostalo                                |              | 0,77%                      | -0,16%                   |
| <b>Ukupno</b>                         |              | <b>100,00%</b>             | <b>6,59%</b>             |

U fondu kategorije C u 2019. godini najveći doprinos prinosu došao je od klase Državne obveznice i TZ prvenstveno iz razloga najvećeg udjela u portfelju, a što je sukladno zakonskim limitima. Prinos ostvaren na klasi je iznosio 6,63% a prosječan udio u portfelju tokom godine iznosio je 92,62% i tim je više od 95% prinosa ostvareno na ovoj klasi.

Najbolji prinos je ostvarila klasa Korporativne obveznice, i to 7,39%, čiji je prosječan udio u portfelju iznosio 6,31%.

U 2019. godini značajno su pale su kamatne stope, a time su porasle cijene obveznica tj. što je pozitivno utjecalo na obvezničke klase imovine.

#### 4.6.4 Zarada u 2019. godini

Tijekom 2019. godine ukupna zarada na svim osobnim računima članova iznosi 1,78 milijardi kuna.

Tablica 24 Zarada obveznih mirovinskih fondova u 2019. godini

|                                    | A                     | B                        | C                      | Svi fondovi              |
|------------------------------------|-----------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|
| <b>Neto imovina na 31.12.2018.</b> | <b>91.691.974,29</b>  | <b>15.494.835.511,49</b> | <b>747.461.253,98</b>  | <b>16.333.988.739,76</b> |
| <b>UPLATE</b>                      | <b>23.413.156,16</b>  | <b>1.185.717.053,66</b>  | <b>223.963.644,65</b>  | <b>1.433.093.854,47</b>  |
| <i>uplata doprinosa</i>            | <i>10.292.641,30</i>  | <i>1.180.717.017,08</i>  | <i>35.649.122,53</i>   | <i>1.226.658.780,91</i>  |
| <i>donos - promjena kategorije</i> | <i>7.226.714,50</i>   | <i>471.863,63</i>        | <i>188.314.522,12</i>  | <i>196.013.100,25</i>    |
| <i>donos - promjena društva</i>    | <i>5.764.830,04</i>   | <i>4.433.400,72</i>      | <i>0,00</i>            | <i>10.198.230,76</i>     |
| <i>uplata ostalo</i>               | <i>128.970,32</i>     | <i>94.772,23</i>         | <i>0,00</i>            | <i>223.742,55</i>        |
| <b>ISPLATE</b>                     | <b>-603.792,43</b>    | <b>-278.021.521,26</b>   | <b>-139.208.146,89</b> | <b>-417.833.460,58</b>   |
| <i>odnos - promjena kategorije</i> | <i>-95.126,15</i>     | <i>-195.273.341,94</i>   | <i>-573.640,13</i>     | <i>-195.942.108,22</i>   |
| <i>odnos - promjena društva</i>    | <i>-38.397,23</i>     | <i>-5.494.916,55</i>     | <i>0,00</i>            | <i>-5.533.313,78</i>     |
| <i>umirovljenje (HZMO)</i>         | <i>-381.441,01</i>    | <i>-43.904.519,04</i>    | <i>-80.767.683,02</i>  | <i>-125.053.643,07</i>   |
| <i>umirovljenje (MOD)</i>          | <i>0,00</i>           | <i>-11.095.251,88</i>    | <i>-56.820.086,63</i>  | <i>-67.915.338,51</i>    |
| <i>isplata ostalo</i>              | <i>-88.828,04</i>     | <i>-22.253.491,85</i>    | <i>-1.046.737,11</i>   | <i>-23.389.057,00</i>    |
| <b>Neto uplate u fond</b>          | <b>22.809.363,73</b>  | <b>907.695.532,40</b>    | <b>84.755.497,76</b>   | <b>1.015.260.393,89</b>  |
| <b>Zarada</b>                      | <b>14.731.693,53</b>  | <b>1.710.634.645,69</b>  | <b>52.136.252,63</b>   | <b>1.777.502.591,85</b>  |
| <b>Neto imovina na 31.12.2019.</b> | <b>129.233.031,55</b> | <b>18.113.165.689,58</b> | <b>884.353.004,37</b>  | <b>19.126.751.725,50</b> |

## 4.7 Rizici

### 4.7.1 Upravljanje rizicima

Upravljanje rizicima jedna je od važnih poslovnih zadaća Društva koja predstavlja skup postupaka, metoda i tehnika za identificiranje, mapiranje, mjerenje, praćenje i upravljanje rizicima uz kontinuirano izvještavanje o istima kojima su Društvo i fondovi kojima upravlja izloženi ili bi mogli biti izloženi u svojem poslovanju.

Društvo je uspostavilo sveobuhvatan i učinkovit sustav upravljanja rizicima u skladu s vrstom, opsegom i složenosti svoga poslovanja koji naročito obuhvaća: kreiranje politika, postupaka i mjera upravljanja rizicima; primjenu usvojenih tehnika mjerenja, ovladavanja i upravljanja rizicima; uspostavu efikasnog organizacijskog ustroja i podjelu odgovornosti u vezi s upravljanjem rizicima te učinkovit sustav unutarnjih kontrola, sustav unutarnje revizije i upravljanja kontinuitetom poslovanja.

Društvo primjenjuje Sustav unutarnjih kontrola, Strategiju i Politiku upravljanja rizicima u svrhu procjene rizika povezanih s poslovanjem i poslovnim procesima Društva i mirovinskih fondova pod upravljanjem Društva, doprinosa pojedinih rizika cjelokupnom profilu rizičnosti i utvrđivanja prihvatljivog stupnja rizika.

Profil rizičnosti predstavlja procjenu svih rizika prema jasno utvrđenim kriterijima kojima su mirovinski fondovi pod upravljanjem Društva izloženi ili bi mogli biti izloženi u svojem poslovanju.

#### 4.7.1.1 Rizici koji se kontinuirano prate

U 2019. godini identificirani su, mjereni i/ili procjenjivani sljedeći rizici koji se odnose na mirovinske fondove pod upravljanjem Društva:

- Tržišni rizik
  - Rizik promjene cijene
  - Valutni rizik
  - Kamatni rizik
- Kreditni rizik
- Reputacijski rizik
- Rizik namire
- Rizik likvidnosti
- Koncentracijski rizik
- Rizik neuvrštenja vrijednosnih papira na uređeno tržište

#### 4.7.1.2 Sklonost rizicima fondova pod upravljanjem Društva

U skladu s propisanim Politikama upravljanja rizicima Društvo je definiralo sljedeće sklonosti rizicima:

Tablica 25 Sklonost rizicima fondova pod upravljanjem Društva

| Fond                     | A                     | B                     | C                     |
|--------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Rizik                    |                       |                       |                       |
| 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        | <b>Neprihvatljiva</b> | <b>Neprihvatljiva</b> | <b>Neprihvatljiva</b> |
| Koncentracijski rizik    | Prihvatljiva          | Prihvatljiva          | Prihvatljiva          |



Pri tome razine sklonosti rizicima imaju sljedeće značenje u smislu omjera rizika i očekivanog povrata:

Tablica 26 Definicija stupnjeva sklonosti riziku

| SKLONOST RIZIKU       | OPIS  |
|-----------------------|---|
| <b>Neprihvatljiva</b> | Ključni cilj je potpuno izbjegavanje rizika i nesigurnosti. Dopuštene aktivnosti koje se poduzimaju u smislu tog rizika ne smiju imati gotovo nikakav inherentni rizik. Očekivana korist (u smislu financijske ili neke druge koristi) nije važna i omjer dobitka i rizika se ne uzima u obzir.                       |
| <b>Minimalna</b>      | Ključni cilj je orijentacija na aktivnosti koje se smatraju vrlo sigurnima u smislu preuzimanja rizika. Aktivnosti koje se poduzimaju imaju vrlo nisku razinu inherentnog rizika. Potencijalni dobitak ne smije biti glavna premisa u odabiru aktivnosti.   |
| <b>Konzervativna</b>  | Može se prihvatiti određeni stupanj rizika kako bi se ostvario željeni rezultat vodeći se znatnom mogućnošću ostvarivanja dobiti. Aktivnosti koje se poduzimaju mogu u sebi nositi određenu razinu inherentnog rizika koji se u najvećoj mjeri može kontrolirati. Omjer potencijalne dobiti i rizika je važan faktor. |
| <b>Prihvatljiva</b>   | Mogu se poduzimati aktivnosti za ostvarivanje velike razine dobiti. Te aktivnosti mogu imati povišenu razinu rizika i nesigurnosti.   |
| <b>Otvorena</b>       | Cilj je u tom polju biti inovativan i birati aktivnosti koje vode maksimizaciji dobiti iako mogu imati visok inherentni rizik. Vodeći parametar je rezultat dok rizičnost ima sekundarni karakter.  |

Sukladno navedenom, određuju se limiti za svako od identificiranih rizika za svaki od fondova pod upravljanjem Društva koji mogu biti u jednom od četiri stupnja. U stupnju 5 (Visok) nije dozvoljeno biti po nijednom riziku.

Tablica 27 Nivoi utjecaja rizika (tolerancija prema riziku) i potrebne aktivnosti

| Ocjena | Utjecaj rizika        | Napomena  |
|--------|-----------------------|---|
| 1      | <b>Već nizak</b>      | Dozvoljeno je biti u području, redovito izvještavanje.  |
| 2      | <b>Umjereno nizak</b> | Dozvoljeno je biti u području, redovito izvještavanje.  |
| 3      | <b>Umjeren</b>        | Dozvoljeno je biti u području, ukoliko se procjeni potrebno je izvještavati na češćoj bazi.   |
| 4      | <b>Umjereno visok</b> | Dozvoljeno je biti u području, ali treba kontinuirano pratiti i po mogućnosti umanjiti rizik. |
| 5      | <b>Visok</b>          | Nije dozvoljeno područje. U slučaju proboja ograničenja odmah reagirati.                      |

#### 4.7.1.3 Mapa rizika Fonda A za 2019. godinu

Sukladno zakonskoj regulativi Društvo izrađuje i redovno ažurira mape rizika kojima se definiraju risk limiti za svaki rizik zasebno.

##### 4.7.1.3.1 Tržišni rizici Fonda A

U tržišne rizike spada rizik promjene cijene, valutni rizik i rizik promjene kamatnih stopa. U tablici u slijedu su prikazani rizici i njihova ograničenja sukladno postavljenim tolerancijama rizika za fond A:

Tablica 28 Fond A - mjere tržišnih rizika i granične vrijednosti po nivoima

| Rizik                         | Mjera       | <b>Već nizak</b> | <b>Umjereno nizak</b>       | <b>Umjeren</b>             | <b>Umjereno visok</b>      | <b>Visok</b>      |
|-------------------------------|-------------|------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|-------------------|
| Tržišni rizik                 | VaR         | $VaR < 0,375\%$  | $0,375\% \leq VaR < 1,75\%$ | $1,75\% \leq VaR < 2,00\%$ | $2,00\% \leq VaR < 2,50\%$ | $VaR \geq 2,50\%$ |
| Valutni rizik                 | Valutni VaR | $VaR < 0,34\%$   | $0,34\% \leq VaR < 0,68\%$  | $0,68\% \leq VaR < 0,78\%$ | $0,78\% \leq VaR < 0,97\%$ | $VaR \geq 0,97\%$ |
| Rizik promjene kamatnih stopa | Duracija    | do 2,25 god.     | od 2,25 god do 4,5 god      | od 4,5 god do 6,75 god     | od 6,75 god do 9 god       | više od 9 god     |

##### 4.7.1.3.2 Kreditni rizik Fonda A

Kreditna kvaliteta korporativnih dužničkih vrijednosnih papira izdanih od strane izdavatelja u Republici Hrvatskoj mjeri se sukladno internom Pravilniku za mjerenje krednih rizika u rasponu od R1 do R9, gdje R1 označava najmanju rizičnost. Domaće banke rangiraju se u četiri skupine sukladno njihovoj kreditnoj kvaliteti: A, B, C i D. Za ostale vrijednosne papire

koriste se rejtnzi dobiveni od vanjskih kreditnih agencija. Fond A smije imati sljedeće udjele vrijednosnih papira u svom portfelju u odnosu na njihovu kreditnu kvalitetu:

Tablica 29 Fond A - ograničenja ovisno o kreditnoj ocjeni izdavatelja

|   | Vrlo visok (AAA,AA):      | Visok (A,BBB): | Umjeren (BB,B): | Nizak (CCC,CC): | Vrlo nizak (C,D):  |
|---|---------------------------|----------------|-----------------|-----------------|--|
| Dužnički vrijednosni papiri kojima je izdavatelj Republika Hrvatska     | nema internih ograničenja |                |                 |                 |  |
| Dužnički vrijednosni papiri kojima je izdavatelj druga država           | 100%                      | 50%            | 25%             | 10%             | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri za koje jamči Republika Hrvatska            | nema internih ograničenja |                |                 |                 |  |
| Dužnički vrijednosni papiri za koje jamči druga država                  | 30%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Domaće municipalne obveznice  | nema internih ograničenja |                |                 |                 |  |
| Strane municipalne obveznice  | 30%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri izdani od izdavatelja sa sjedištem izvan RH | 50%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri od i depoziti kod stranih banaka            | 50%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

|  | Vrlo visok (A): | Visok (B): | Umjeren (C): | Nizak (D):   |
|--|-----------------|------------|--------------|--|
| Dužnički vrijednosni papiri od i depoziti kod domaćih banaka | 50%             | 10%        | 3%           | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

|   | Vrlo visok (R1,R2): | Visok (R3,R4): | Umjeren (R5,R6): | Nizak (R7,R8): | Vrlo nizak (R9,D):   |
|---|---------------------|----------------|------------------|----------------|--|
| Dužnički vrijednosni papiri izdani od izdavatelja sa sjedištem u RH | 50%                 | 20%            | 10%              | 3%             | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

#### 4.7.1.3.3 Rizik namire Fonda A

Rizik namire se mjeri pomoću dva parametra, kvalitetom provedbe transakcija s drugom ugovornom stranom i kompleksnosti vrijednosnih papira kojima Fond trguje. Društvo upravlja rizikom namire za Fond tako da maksimalna razina tog rizika ne pređe ocjenu umjereno nizak.

#### 4.7.1.3.4 Rizik likvidnosti i koncentracijski rizik Fonda A

Za mjeru koncentracijskog rizika koristi se Herfindahl-Hirschmann Indeks (HHI). U izračun HHI se ne uračunavaju vrijednosni papiri kojima je izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska. Maksimalna dopuštena razina za Fond je 0,4. Rizik likvidnosti se mjeri sukladno Pravilniku za o likvidnosti mirovinskog društva i mirovinskih fondova.

Tablica 30 Fond A - mjere likvidnosti i koncentracijskog rizika i granične vrijednosti po nivoima

| Rizik                 | Mjera                  | Vrlo nizak  | Umjereno nizak   | Umjeren          | Umjereno visok  | Visok        |
|-----------------------|------------------------|-------------|------------------|------------------|-----------------|--------------|
| Rizik likvidnosti     | Pokazatelj likvidnosti | veći od 2,5 | između 1,8 i 2,5 | između 1,4 i 1,8 | između 1 i 1,4  | manje od 1   |
| Koncentracijski rizik | HHI indeks             | do 0,01     | od 0,01 do 0,15  | od 0,15 do 0,25  | od 0,25 do 0,40 | više od 0,40 |

Društvo upravlja rizikom likvidnosti za Fond tako da on bude do razine umjereno nizak.

#### 4.7.1.4 Rizici Fonda A u 2019. godini

Svi rizici Fonda A u 2019. godini bili su u dozvoljenim granicama. Na 31.12.2019. godine rizici Fonda A bili su sljedećih stupnjeva:

Tablica 31 Fond A - stupnjevi rizika na 31.12.2019. godine

| RB | Rizik                                 | Fond A         |
|----|---------------------------------------|----------------|
| 1  | Ukupni tržišni rizik (VaR)            | Umjeren        |
| 2  | Valutni rizik                         | Umjereno nizak |
| 3  | Rizik promjene kamatnih stopa         | Umjereno nizak |
| 4  | Koncentracijski rizik                 | Umjereno nizak |
| 5  | Rizik namire                          | Umjereno nizak |
| 6  | Rizik likvidnosti                     | Vrlo nizak     |
| 7  | Rizik neuvrštenja vrijednosnih papira | Vrlo nizak     |

Koncentracijski rizik se mjeri zanemarujući hrvatske državne obveznice. Ukoliko bi se ova klasa imovine uključila u mjerenje koncentracijskog rizika on bi na 31.12.2019. za fond A bio na stupnju Umjeren.

Tablica 32 Fond A - stupnjevi kreditnog rizika na 31.12.2019. godine

| Fond A                        | Prosječni kreditni rejting | Stupanj rizika |
|-------------------------------|----------------------------|----------------|
| Domaće korporativne obveznice | R2                         | Vrlo nizak     |

#### 4.7.1.5 Mapa rizika Fonda B za 2019. godinu

##### 4.7.1.5.1 Tržišni rizici Fonda B

Tržišni rizici fonda B, njihove mjere i ograničenja s obzirom na razinu rizika dani su u tablici u slijedu:

Tablica 33 Fond B - mjere tržišnih rizika i granične vrijednosti po nivoima

| Rizik                         | Mjera       | Vrlo nizak  | Umjereno nizak      | Umjeren             | Umjereno visok      | Visok         |
|-------------------------------|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------|
| Tržišni rizik                 | VaR         | VaR < 0,26% | 0,26% ≤ VaR < 1,19% | 1,19% ≤ VaR < 1,36% | 1,36% ≤ VaR < 1,70% | VaR ≥ 1,70%   |
| Valutni rizik                 | Valutni VaR | VaR < 0,27% | 0,27% ≤ VaR < 0,58% | 0,58% ≤ VaR < 0,67% | 0,67% ≤ VaR < 0,83% | VaR ≥ 0,83%   |
| Rizik promjene kamatnih stopa | Duracija    | do 2 god.   | od 2 god do 4 god   | od 4 god do 6 god   | od 6 god do 8 god   | više od 8 god |

##### 4.7.1.5.2 Kreditni rizik Fonda B

Kreditna kvaliteta dužničkih vrijednosnih papira fonda B s obzirom na njihov udio u fondu prikazana je u sljedećoj tablici:

Tablica 34 Fond B - ograničenja ovisno o kreditnoj ocjeni izdavatelja

|   | Vrlo visok (AAA,AA):      | Visok (A,BBB): | Umjeren (BB,B): | Nizak (CCC,CC): | Vrlo nizak (C,D):  |
|---|---------------------------|----------------|-----------------|-----------------|--|
| Dužnički vrijednosni papiri kojima je izdavatelj Republika Hrvatska     | nema internih ograničenja |                |                 |                 |  |
| Dužnički vrijednosni papiri kojima je izdavatelj druga država           | 100%                      | 50%            | 25%             | 5%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri za koje jamči Republika Hrvatska            | nema internih ograničenja |                |                 |                 |  |
| Dužnički vrijednosni papiri za koje jamči druga država                  | 30%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Domaće municipalne obveznice  | nema internih ograničenja |                |                 |                 |  |
| Strane municipalne obveznice  | 30%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri izdani od izdavatelja sa sjedištem izvan RH | 30%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri od i depoziti kod stranih banaka            | 30%                       | 20%            | 10%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

|  | Vrlo visok (A): | Visok (B): | Umjeren (C): | Nizak (D):   |
|--|-----------------|------------|--------------|--|
| Dužnički vrijednosni papiri od i depoziti kod domaćih banaka | 30%             | 5%         | 2%           | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

|   | Vrlo visok (R1,R2): | Visok (R3,R4): | Umjeren (R5,R6): | Nizak (R7,R8): | Vrlo nizak (R9,D):   |
|---|---------------------|----------------|------------------|----------------|--|
| Dužnički vrijednosni papiri izdani od izdavatelja sa sjedištem u RH | 30%                 | 20%            | 10%              | 3%             | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

Kreditni rizik fonda B tijekom 2019. godine ni u jednom trenutku nije prešao razinu Umjereni nizak.

#### 4.7.1.5.3 Rizik namire Fonda B

Društvo je upravljalo rizikom namire za Fond tako da maksimalna razina tog rizika tijekom 2019. godine nije prešla razinu umjereni nizak.

#### 4.7.1.5.4 Rizik likvidnosti i koncentracijski rizik Fonda B

Ograničenja za rizik likvidnosti i koncentracijski rizik fonda B su:

Tablica 35 Fond B - mjere likvidnosti i koncentracijskog rizika i granične vrijednosti po nivoima

| Rizik                 | Mjera                  | Vrlo nizak  | Umjereni nizak   | Umjeren          | Umjereni visok  | Visok        |
|-----------------------|------------------------|-------------|------------------|------------------|-----------------|--------------|
| Rizik likvidnosti     | Pokazatelj likvidnosti | veći od 2,5 | između 1,8 i 2,5 | između 1,4 i 1,8 | između 1 i 1,4  | manje od 1   |
| Koncentracijski rizik | HHI indeks             | do 0,01     | od 0,01 do 0,15  | od 0,15 do 0,25  | od 0,25 do 0,40 | više od 0,40 |

Društvo upravlja rizikom likvidnosti za Fond tako da on bude do razine umjereni nizak.

#### 4.7.1.6 Rizici Fonda B u 2019. godini

Svi rizici Fonda B u 2019. godini bili su u dozvoljenim granicama. Sa 31.12.2019. godine rizici Fonda B bili su sljedećih stupnjeva:

Tablica 36 Fond B - stupnjevi rizika na 31.12.2019. godine

| RB | Rizik                                 | Fond B         |
|----|---------------------------------------|----------------|
| 1  | Ukupni tržišni rizik (VaR)            | Umjereni nizak |
| 2  | Valutni rizik                         | Umjereni nizak |
| 3  | Rizik promjene kamatnih stopa         | Umjereni nizak |
| 4  | Koncentracijski rizik                 | Umjereni nizak |
| 5  | Rizik namire                          | Umjereni nizak |
| 6  | Rizik likvidnosti                     | Vrlo nizak     |
| 7  | Rizik neuvrštenja vrijednosnih papira | Vrlo nizak     |

Koncentracijski rizik se mjeri zanemarujući hrvatske državne obveznice. Ukoliko bi se ova klasa imovine uključila u mjerenje koncentracijskog rizika on bi na 31.12.2019. za fond B bio na stupnju Umjereni visok.

Tablica 37 Fond B - stupnjevi kreditnog rizika na 31.12.2019. godine

| Fond B                        | Prosječni kreditni rejting | Stupanj rizika |
|-------------------------------|----------------------------|----------------|
| Domaće korporativne obveznice | R2                         | Vrlo nizak     |

#### 4.7.1.7 Mapa rizika Fonda C za 2019. godinu

##### 4.7.1.7.1 Tržišni rizici Fonda C

Tržišni rizici fonda C, njihove mjere i ograničenja s obzirom na razinu rizika prikazani su u tablici u slijedu:

Tablica 38 Fond C - mjere tržišnih rizika i granične vrijednosti po nivoima

| Rizik                         | Mjera       | Vrlo nizak   | Umjereno nizak         | Umjeren                | Umjereno visok       | Visok         |
|-------------------------------|-------------|--------------|------------------------|------------------------|----------------------|---------------|
| Tržišni rizik                 | VaR         | VaR < 0,21%  | 0,21% ≤ VaR < 0,98%    | 0,98% ≤ VaR < 1,12%    | 1,12% ≤ VaR < 1,40%  | VaR ≥ 1,40%   |
| Valutni rizik                 | Valutni VaR | VaR < 0,20%  | 0,20% ≤ VaR < 0,39%    | 0,39% ≤ VaR < 0,44%    | 0,44% ≤ VaR < 0,55%  | VaR ≥ 0,55%   |
| Rizik promjene kamatnih stopa | Duracija    | do 1,75 god. | od 1,75 god do 3,5 god | od 3,5 god do 5,25 god | od 5,25 god do 7 god | više od 7 god |

##### 4.7.1.7.2 Kreditni rizik Fonda C

Kreditna kvaliteta dužničkih vrijednosnih papira fonda C s obzirom na njihov udio u fondu prikazana je u sljedećoj tablici:

Tablica 39 Fond C - ograničenja ovisno o kreditnoj ocjeni izdavatelja

|   | Vrlo visok (AAA,AA):      | Visok (A,BBB): | Umjeren (BB,B): | Nizak (CCC,CC):  | Vrlo nizak (C,D):  |
|---|---------------------------|----------------|-----------------|--|--|
| Dužnički vrijednosni papiri kojima je izdavatelj Republika Hrvatska     | nema internih ograničenja |                |                 |  |  |
| Dužnički vrijednosni papiri kojima je izdavatelj druga država           | 100%                      | 50%            | 25%             | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri za koje jamči Republika Hrvatska            | nema internih ograničenja |                |                 |  |  |
| Dužnički vrijednosni papiri za koje jamči druga država                  | 10%                       | 10%            | 5%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Domaće municipalne obveznice  | nema internih ograničenja |                |                 |  |  |
| Strane municipalne obveznice  | 10%                       | 10%            | 5%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
| Dužnički vrijednosni papiri izdani od izdavatelja sa sjedištem izvan RH | 10%                       | 7%             | 3%              | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

|  |     |    |    |  |  |
|--|-----|----|----|--|--|
| Dužnički vrijednosni papiri od i depoziti kod stranih banaka | 10% | 7% | 3% | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |
|--|-----|----|----|--|--|

|  |                        |                   |                     |  |
|--|------------------------|-------------------|---------------------|--|
|  | <b>Vrlo visok (A):</b> | <b>Visok (B):</b> | <b>Umjeren (C):</b> | <b>Nizak (D):</b>  |
| Dužnički vrijednosni papiri od i depoziti kod domaćih banaka | 10%                    | 3%                | 2%                  | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

|   |                            |                       |                         |  |  |
|---|----------------------------|-----------------------|-------------------------|--|--|
|   | <b>Vrlo visok (R1,R2):</b> | <b>Visok (R3,R4):</b> | <b>Umjeren (R5,R6):</b> | <b>Nizak (R7,R8):</b>  | <b>Vrlo nizak (R9,D):</b>  |
| Dužnički vrijednosni papiri izdani od izdavatelja sa sjedištem u RH | 10%                        | 7%                    | 3%                      | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe | Ne ulagati; pratiti izloženost ako je došlo do umanjenja rejtinga na ove nivoe |

Kreditni rizik fonda C tijekom 2019. godine ni u jednom trenutku nije prešao razinu Umjerenoz nizak.

#### 4.7.1.7.3 Rizik namire Fonda C

Društvo je upravljalo rizikom namire za Fond tako da maksimalna razina tog rizika tijekom 2019. godine nije prešla razinu Vrlo nizak.

#### 4.7.1.7.4 Rizik likvidnosti i koncentracijski rizik Fonda C

Ograničenja za rizik likvidnosti i koncentracijski rizik fonda B su:

Tablica 40 Fond C - mjere likvidnosti i koncentracijskog rizika i granične vrijednosti po nivoima

| Rizik                 | Mjera                  | Vrlo nizak  | Umjerenoz nizak  | Umjeren          | Umjerenoz visok | Visok        |
|-----------------------|------------------------|-------------|------------------|------------------|-----------------|--------------|
| Rizik likvidnosti     | Pokazatelj likvidnosti | veći od 2,5 | između 1,8 i 2,5 | između 1,4 i 1,8 | između 1 i 1,4  | manje od 1   |
| Koncentracijski rizik | HHI indeks             | do 0,01     | od 0,01 do 0,15  | od 0,15 do 0,25  | od 0,25 do 0,40 | više od 0,40 |

Društvo upravlja rizikom likvidnosti za Fond tako da on bude do razine Umjerenoz nizak.

#### 4.7.1.8 Rizici Fonda C u 2019. godini

Svi rizici Fonda C u 2019. godini bili su u dozvoljenim granicama. Sa 31.12.2019. godine rizici Fonda C bili su sljedećih stupnjeva:

Tablica 41 Fond C - stupnjevi rizika na 31.12.2019. godine\*

| Rizik                                 | Fond C          |
|---------------------------------------|-----------------|
| Ukupni tržišni rizik (VaR)            | Umjeren         |
| Valutni rizik                         | Vrlo nizak      |
| Rizik promjene kamatnih stopa         | Umjerenoz visok |
| Koncentracijski rizik                 | Umjerenoz visok |
| Rizik namire                          | Vrlo nizak      |
| Rizik likvidnosti                     | Umjerenoz nizak |
| Rizik neuvrštenja vrijednosnih papira | N/A             |

\* U imovini fonda C tijekom 2019. godine nije bilo neuvrštenih vrijednosnih papira





|   |                     |                       |                       |                       |
|---|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Donos zbog zakonske promjene kategorije | 0,00                | 3.967.415,27          | 416.291.321,78        | 420.258.737,04        |
| Uplate doprinosa                        | 29.438.929,44       | 1.050.375.812,74      | 37.841.929,75         | 1.117.656.671,94      |
|   | <b>23.955.715,3</b> |                       |                       |                       |
| <b>Ukupno neto uplate</b>               | <b>7</b>            | <b>536.804.410,12</b> | <b>280.168.891,46</b> | <b>840.929.016,95</b> |

## 5 STANJE U DRUŠTVU ZA UPRAVLJANJE

### 5.1 Organizacijska struktura i kadrovi

Organizacijski zahtjevi za mirovinska društva propisani su odredbama članaka 48. – 58. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima te su u potpunosti implementirani u poslovanje Društva kako je utvrđeno i Rješenjem Agencije po izvršenom neposrednom nadzoru tijekom 2017. godine. Organizacijska struktura Društva postavljena je u jasno definiranom sustavu unutarnjih kontrola kroz Odjel upravljanja rizicima, Odjel interne revizije te Odjel pravne podrške i praćenja usklađenosti. Ulaganje imovine članova zadaća je Odjela upravljanja imovinom u kojem je organizacijski raspoređen i najveći broj djelatnika, dok Odjel analize financijskih tržišta analizira financijska tržišta, rezultate i financijske izvještaje kompanija u koje su fondovi uložili imovinu te potencijalna nova ulaganja. Odjel operativnih poslova zadužen je za provedbu trgovanja te evidentiranje i vrednovanje imovine fondova kojima Društvo upravlja. Poslovi podrške organizirani su kroz Odjel odnosa s klijentima, Odjel računovodstva i financija, Odjel informacijskih sustava i razvoja kvantitativnih modela te Odjel marketinga i odnosa s javnošću.

Sukladno propisanim organizacijskim uvjetima u Društvu je zadovoljen broj izvršitelja u svim organizacijskim dijelovima koji omogućava nezavisno i samostalno funkcioniranje svake organizacijske jedinice. Na 31.12.2019. godine Društvo ima 26 djelatnika.

### 5.2 Prihodi, troškovi te ostvarena dobit

Prihodi od upravljanja fondovima su u odnosu na 2018. godinu tek neznatno veći unatoč snažnom rastu imovine pod upravljanjem. To je posljedica smanjenja stope ulazne naknade sa 0,8% na 0,5% i upravljačke sa 0,363% na 0,338%. Istovremeno su znatno porasli rashodi od upravljanja fondovima, najviše zbog povećanih naknada HANFA-i (zbog rasta imovine pod upravljanjem) i REGOS-u (zbog većeg broja članova). Neto dobit Društva smanjena je za 16% u odnosu na 2018. godinu.

Tablica 46 Račun dobiti i gubitka Društva (tis. HRK)

| Stavka   | Poslovna godina   |                   |
|--|-------------------|-------------------|
|  | 2018              | 2019              |
| Naknada od uplaćenih doprinosa                             | 9.005,41          | 6.170,46          |
| Naknada od ukupne imovine fonda                            | 57.212,56         | 60.262,77         |
| Naknada za izlaz   | 0,14              | 0,15              |
| <b>Prihodi od upravljanja fondom</b>                       | <b>66.218,11</b>  | <b>66.433,38</b>  |
| Ostali prihodi   | 2.240,34          | 4.084,67          |
| <b>Ukupni prihodi</b>                                      | <b>68.458,45</b>  | <b>70.518,04</b>  |
| Troškovi za poslove upravljanja koji su delegirani HANFA-i | -5.234,13         | -6.286,00         |
| Naknada Središnjem registru osiguranika                    | -10.883,44        | -13.790,67        |
| Troškovi marketinga i CRM-a                                | -531,57           | -729,69           |
| Ostali troškovi  | -949,59           | -1.309,67         |
| <b>Rashodi od upravljanja fondom</b>                       | <b>-17.598,73</b> | <b>-22.116,03</b> |
| Troškovi osoblja   | -10.936,65        | -12.081,56        |
| Ostale naknade uplaćene HANFA-i                            | -31,00            | -34,00            |
| Ostali troškovi  | -6.356,78         | -7.527,13         |
| Amortizacija   | -188,90           | -741,38           |
| <b>Rashodi od poslovanja društva</b>                       | <b>-17.513,32</b> | <b>-20.384,07</b> |
| <b>Ukupni rashodi</b>                                      | <b>-35.112,05</b> | <b>-42.500,10</b> |
| <b>Dobit prije poreza</b>                                  | <b>33.346,40</b>  | <b>28.017,95</b>  |
| Porez  | -6.006,71         | -5.051,45         |
| <b>Neto dobit</b>  | <b>27.339,69</b>  | <b>22.966,50</b>  |

### 5.3 Planirani razvoj za naredno razdoblje

U narednom razdoblju Društvo će biti maksimalno koncentrirano na daljnja unaprjeđenja i usvajanja novih znanja u odjelu upravljanja rizicima i odjelu pravne podrške i praćenja usklađenosti. Razvoj na svjetskim tržištima jasno sugerira da upravljanje rizicima u sve kompleksnijem svijetu postaje sve važnija funkcija ukupnih aktivnosti upravljanja sredstvima, a razvoj regulatornog okvira poslovanja te sve snažnije izražena potreba za informiranjem klijenata i objašnjavanjem postupanja portfolio managera u duhu postupanja dobrog gospodarstvenika upućuje na veliku brigu oko potpune usklađenosti sa sve kompleksnijim zakonodavnim okvirom. Rastuća kompleksnost okruženja uz rastuću zahtjevnost zakonodavstva jasno definiraju napore Društva za naredni period.

Osim navedenog, naravno, nastavlja se dnevni rad i stalni napor na usvajanju novih znanja i unaprjeđenju postojećih glede upravljanja imovinom. Osobito će važno biti usvajanje novih znanja i razvoj Odjela analize i upravljanja imovinom u smjeru ulaganja u alternativne klase imovine, obnovljive izvore energije i infrastrukturne investicije. Također, ulaganje u izvedene instrumente s ciljem zaštite portfelja od tržišnih rizika čini se sve važnijim dijelom naših aktivnosti, na čemu aktivno radimo posljednjih nekoliko godina. Dodatno, zbog karakteristika hrvatskog gospodarstva, jedan dio naše energije vjerujemo da će biti nužno usmjeriti prema traženju mogućnosti ulaganja u segment srednjih i malih poduzeća, osobito u ona poduzeća okrenuta kreativnim, propulzivnim, znanjem bogatim djelatnostima.

Treća grupa aktivnosti na planiranom budućem razvoju Društva odnosi se na komunikaciju s članovima fondova kojima upravljamo te će se tražiti i razvijati kanali koji će produbiti našu komunikaciju s našim članovima, osigurati lakši i efikasniji prijenos informacija te produbljivanje svijesti o bitnosti štednje u II stupu za njihove buduće mirovine. Već smo u ranijim godinama razvili mogućnosti dostave informacija o stanju i promjenama na računima naših članova putem e-maila i SMS poruka (za svaku uplatu i svaku isplatu). U narednom periodu težište ćemo staviti na podizanje broja članova koji zaista traže ovakvu informiranost. Uz ove aktivnosti usko je povezana i naša zakonska obveza na radu oko financijske pismenosti cijelog društva.

S obzirom na navedeno, značajan izazov za Upravu Društva u narednom razdoblju bit će nalaženje dobre ravnoteže između rastućih troškovnih pritisaka, padajućih prihoda (smanjenje naknada, rad u okruženju potencijalno nižih prinosa) i potrebe zapošljavanja novih djelatnika s ciljem njihovog angažiranja na razvoju novih projekata, ulaganju u nove klase imovine te potrebi njihove edukacije.

Navedeni smjerovi razvoja nužnost su zbog stanja na svjetskim financijskim tržištima te će razvoj Društva u tom smjeru biti bitan za mogućnost ostvarivanja zadovoljavajućih budućih prinosa za naše članove.

## 6 FINANCIJSKA PISMENOST

Sukladno odredbi članka 59. stavak (1) točka 22 Zakona, mirovinsko društvo dužno je dio prihoda svake godine ulagati u osnaživanje financijske pismenosti građana Republike Hrvatske o individualnoj kapitaliziranoj štednji.

Tijekom 2019. godine Agencija je aktivno pratila aktivnosti našeg Društva u provedbi zadane zakonske odredbe koja se odnosi na ulaganje u osnaživanje financijske pismenosti građana.

U odnosu na prethodnu godinu u 2019. povećani su iznosi uloženi u financijsko opismenjavanje kako samostalno tako i u suradnji s UMFO-om. Jedno od razloga je povećanje troškova slanja godišnjih izvještaja o stanju na osobnom računu svakom našem članu zbog povećanja broja članova te uočavanje potrebe za dodatnim informiranjem građana primjerice interaktivnom kampanjom „Crno na bijelo“ kojoj je bio cilj pozvati građane da se aktiviraju po pitanju saznavanja stanja svog osobnog računa u mirovinskim fondovima te jačanja svijesti građana o potrebi njihove jače aktivnosti u komunikaciji sa svojim mirovinskim fondom.

Pregled aktivnosti, kampanja te projekata PBZ CROATIA OSIGURANJA d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima u suradnji s UMFO-om prikazan je u zajedničkom „Izveštaju o radu obveznih mirovinskih fondova za 2019. godinu“, koji se nalazi u prilogu ovog izvješća.

## 7 ZAKLJUČAK

Godina 2019. bila je dobra godina za naše članove. No, 2020., već je sada jasno, bit će godina koja završava povijesno najduži ciklus rasta ekonomija i rasta cijena dionica. Evidentno ulazimo u turbulentnije razdoblje sa značajno povećanim rizicima. Recentni događaji mislimo da dodatno osnažuju razmišljanja o potrebi jače diverzifikacije rizika u našim portfeljima na način da se sve značajnije ulaže u alternativne klase imovine kakve su private equity fondovi, nekretninski fondovi (ili u budućnosti direktno u nekretnine koje donose fiksne prinose ukoliko nam to omogući Zakon), obnovljive izvore energije, infrastrukturne projekte. Također, zaštita rizika ulaganjem u izvedene instrumente (forward i futures ugovore i opcije) dobit će sve više na važnosti.

No, iako se u trenutku pisanja ovog zaključka nalazimo u okruženju jako i brzo padajućih cijena svih instrumenata u koje možemo ulagati te se kriza čini izrazitom (pandemija, opasnost od buduće recesije, upitnost nadolazeće turističke sezone, opasnosti za javne financije država i slično) sve dosadašnje iskustvo nam govori da su sredstva na računima naših članova sigurna i da su prinosi u dugom roku zadovoljavajući. U 19 godina rada prošli smo najveću svjetsku financijsku krizu nakon one iz 30-ih godina prošlog stoljeća, prošli smo izrazito dugi period u kojem bruto nacionalni dohodak naše zemlje nije rastao (padao je), proživjeli smo slom najvećeg poslovnog sustava u našoj zemlji, a sada prolazimo pandemiju, zatvaranja društava, rad u karanteni. Usprkos tome, sredstva na računima naših članova su sigurna, prinosi su dobri, a svaki gubitak koji donose nepovoljni događaji relativno se brzo nadoknadi.

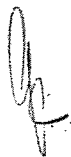
U narednom periodu ulazimo u više diverzificirane portfelje, s pojačanim ulaganjima u nove klase imovine. Rad na upravljanju rizicima, također i rad na pojačanoj komunikaciji s našim članovima te aktivnosti oko financijske pismenosti bit će naši prioriteti.

Financijski izvještaji PBZ CROATIA OSIGURANJE obveznih mirovinskih fondova kategorije A, B i C za 2019. godinu bit će dostupni javnosti na uvid na mrežnim stranicama [www.pbzco-fond.hr](http://www.pbzco-fond.hr) u roku propisanom odredbom članka 147. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima.

### Članovi Uprave PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima

Član Uprave

Goran Kralj



Predsjednik Uprave

Dubravko Štimac



**PBZ CROATIA**  
 OSIGURANJE  
 d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima  
 ZAGREB

# Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2019. godinu



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

**ERSTE PLAVI**   
Mirovinski fondovi

 **Raiffeisen**  
**MIROVINSKI FONDOVI**

## 1. Poslovanje obveznih mirovinskih fondova u 2019. godini

2019. godina bila je osamnaesta godina rada obveznih mirovinskih fondova (dalje u tekstu: OMF) u Republici Hrvatskoj. OMF-ovi, upravljajući imovinom preko 112 milijardi kuna, ostvarili su u protekloj godini prinose svojim članovima od 13,22% u fondovima kategorije A, 9,04% u fondovima kategorije B te 5,43% u fondovima kategorije C. Imovina na osobnim računima osiguranika nastavila je rasti te je tokom 2019. godine porasla za više od 14,7% i na kraju godine dosegla iznos od 112,6 milijardi kuna, dijelom zbog kontinuiranih uplata doprinosa, a dijelom zbog ostvarenih prinosa na uložena sredstva.

Početakom 2019. godine zbog izraženih rizika na tržištima kapitala bilo je dosta zabrinutosti oko prinosa koji će se moći ostvariti. Ipak, 2019. godina bila je izrazito dobra za sve sudionike tržišta kapitala jer je većina klasa imovine prošle godine ostvarila pozitivne prinose. Indeks europskog dioničkog tržišta STOXX EUROPE 600 u 2019. godini zabilježio je ukupni prinos od oko 28,4%, indeks dioničkog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama S&P 500 TR porastao je za 32,2% dok je indeks svjetskog dioničkog tržišta MSCI World Index porastao za oko 29,1%. Hrvatski OMF-ovi kategorije A su na kraju 2019. godine na inozemnim dioničkim tržištima imali uloženo oko 20,6% neto imovine, dok su fondovi kategorije B imali uloženo oko 13,1% neto imovine. Glavni razlog pozitivnih kretanja na dioničkim tržištima je nastavak provođenja ekspanzivne monetarne politike Europske centralne banke (ECB) i zaokret u monetarnoj politici Američke centralne banke (FED) koja je tokom 2019. godine tri puta snizila referentnu kamatnu stopu. Domaće dioničko tržište također je bilo pod utjecajem pozitivnih kretanja inozemnih tržišta. U 2019. godini dionički indeks Zagrebačke burze CROBEX TR porastao je za oko 19,4%. Na kraju 2019. godine u domaćim dionicama hrvatski OMF-ovi kategorije A imali su uloženo oko 25,8% neto imovine, dok su fondovi kategorije B imali uloženo oko 11,7%. Nadalje, globalna tržišta obveznica također su ostvarila pozitivne prinose u 2019. godini zbog smanjivanja kamatnih stopa od strane središnjih banaka. Globalni indeks obvezničkih tržišta Barclays Global Bond indeks ostvario je rast vrijednosti od oko 6,8%. Prinos na 10-godišnju američku državnu obveznicu pao je s razina 2,8%, koliko je iznosio na početku 2019. godine, na razine od oko 1,9% na kraju godine. Prinos na 10-godišnju njemačku državnu obveznicu pao je s razina 0,22% na -0,22% u istom periodu. Domaći obveznički indeks CROBIS TR također je prošle godine ostvario je rast i to od 7,45%. Daljnja relaksacija monetarnih politika središnjih banaka u protekloj godini pozitivno je utjecala na dionička i obveznička tržišta, a samim time i na ostvarene prinose OMF-ova koji su i ove godine ostvarili bolje rezultate od većine regionalnih mirovinskih fondova.

U 2019. godini, nastavljeno je financiranje domaćih kompanija putem tržišta kapitala gdje su OMF-ovi imali značajnu ulogu. Od značajnijih ulaganja u kojima su OMF-i stekli više od 10% izdanja ističu se ulaganja u društva Helios Faros d.d., Vis d.d., Modra Špilja d.d., Professio Energia d.d., The Garden Brewery d.d. a također su sudjelovali na inicijalnom izdanju dionica društva Meritus ulaganja d.d., pri čemu su OMF-ovi ukupno uložili oko 300 milijuna HRK. Osim navedenog, OMF-ovi su aktivno participirali i na sekundarnom tržištu kapitala. Tako su, između ostalog, povećani udjeli u društvima Adris grupa d.d., Arena Hospitality Group d.d., Atlantic grupa d.d., Čakovečki mlinovi d.d., Ericsson Nikola Tesla d.d., Hrvatski Telekom d.d., Končar-elektroindustrija d.d., Plava laguna d.d., Podravka d.d. i drugima.



Nadalje, OMF-ovi predstavljaju ključan čimbenik dugoročnog domaćeg financiranja Republike Hrvatske te su značajni sudionici u svim novim izdanjima kojima je Republika Hrvatska prikupljala novčana sredstva na domaćem i međunarodnim tržištima kapitala.

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

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

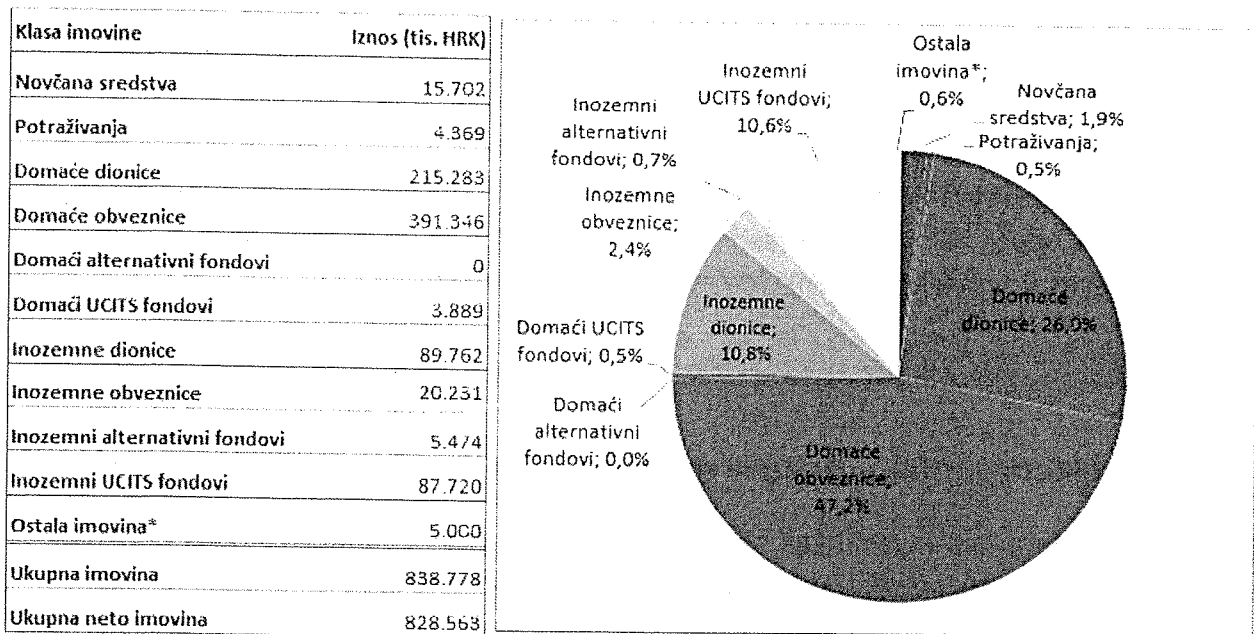
## **2. Imovina i struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova**

Sukladno Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima (Narodne novine, broj 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, dalje u tekstu: Zakon), obvezni mirovinski fond je zasebna imovina bez pravne osobnosti, koji se kao fond posebne vrste osniva radi prikupljanja novčanih sredstava uplaćivanjem doprinosa članova mirovinskog fonda i ulaganja tih sredstava s ciljem povećanja vrijednosti imovine mirovinskog fonda radi osiguranja isplate mirovinskih davanja članovima mirovinskog fonda, u skladu sa zakonskim odredbama.

Neto imovina pod upravljanjem OMF-ova na dan 31. prosinca 2019. godine iznosila je 112.598.104.951 HRK (2018.: 98.126.193.546 HRK) što predstavlja porast od 14,75% u odnosu na kraj prethodne godine. Od ukupne neto imovine OMF-ova tek 0,74%, tj. 828.562.569 HRK, odnosi se na imovinu fondova kategorije A, na imovinu fondova kategorije C odnosi se 5,02%, tj. 5.649.949.415 HRK, dok najveći dio, čak 94,25%, tj. 106.119.592.968 HRK, čini imovina fondova kategorije B.

## 2.1 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije A

Slika 1: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije A na dan 31.12.2019. godine



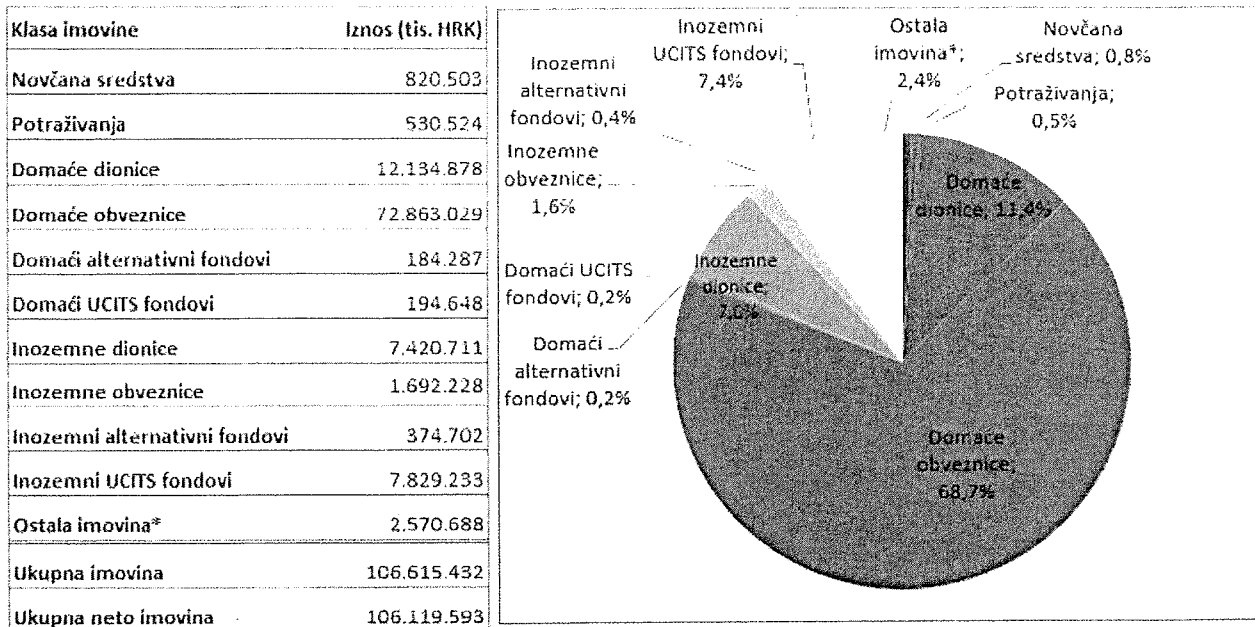
\*Ostala imovina uključuje instrumente tržišta novca i depozite

Izvor: HANFA

Obvezni mirovinski fondovi kategorije A, namijenjeni su mlađim članovima i onima koji preferiraju nešto rizičniju imovinu koja posljedično u dužem roku može osigurati i veće prinose. Kako je vidljivo iz *Slike 1* fondovi kategorije A na kraju 2019. godine imali su uloženo oko 47,2% sredstava u domaćim državnim i korporativnim obveznicama te oko 47,4% na domaćim i inozemnim dioničkim tržištima. U ovoj kategoriji OMF-ova maksimalna dozvoljena izloženost dioničkom tržištu (kroz direktna ulaganja u dionice ili indirektno putem investicijskih fondova koji ulažu u dionice) iznosi 65% neto imovine mirovinskog fonda. U inozemnim obveznicama bilo je uloženo 2,4% neto imovine, a u alternativnim fondovima oko 0,7% neto imovine.

## 2.2 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije B

Slika 2: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije B na dan 31.12.2019. godine



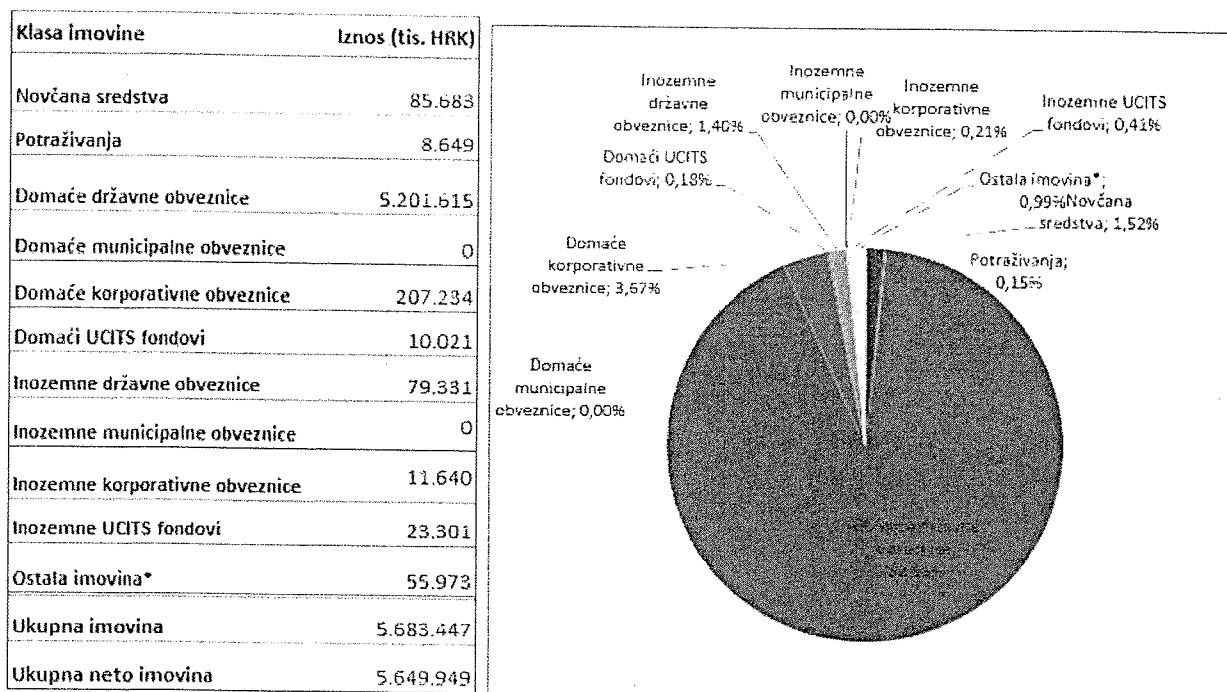
\*Ostala imovina uključuje instrumente tržišta novca i depozite

Izvor: HANFA

Obvezni mirovinski fondovi kategorije B slijednici su jedinstvenih obveznih mirovinskih fondova od vremena prije uvođenja kategorija A, B i C te sukladno tome kategorija obveznih mirovinskih fondova u kojoj je daleko najviše članstva i imovine. Kako je vidljivo iz *Slike 2*, OMF-ovi kategorije B na kraju 2019. godine imali su oko 68,7% sredstava uloženo u domaće državne i korporativne obveznice te oko 25,8% na domaćim i inozemnim dioničkim tržištima. U ovoj kategoriji OMF-ova maksimalno dozvoljena izloženost dioničkom tržištu po Zakonu (kroz direktna ulaganja u dionice ili indirektno putem investicijskih fondova koji ulažu u dionice) iznosi 40% neto imovine mirovinskog fonda. U inozemnim obveznicama bilo je uloženo 1,6% neto imovine, a u alternativnim fondovima oko 0,6% neto imovine. Razlog velikoj izloženosti obveznicama Republike Hrvatske su postojeći zakonski limiti ulaganja, ali i premali broj projekata pripremljenih na način da zadovoljavaju zakonske uvjete za ulaganja mirovinskih fondova.

## 2.3 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije C

Slika 3: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije C na dan 31.12.2019. godine



\*Ostala imovina uključuje instrumente tržišta novca i depozite

Izvor: HANFA

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

## 2.4 Vrednovanje imovine mirovinskih fondova

Financijski instrumenti koji se nalaze u portfeljima mirovinskih fondova, ako se njima trguje na aktivnom tržištu, vrednuju se po fer vrijednosti. Društva moraju odrediti primarni izvor cijene za vrednovanje te sekundarni izvor cijene za vrednovanje, u slučaju da ne postoji cijena na primarnom tržištu. Fer vrijednost vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje u Republici Hrvatskoj na aktivnom tržištu izračunava se primjenom prosječne cijene trgovanja ponderirane količinom vrijednosnih papira protrgovanih na uređenom tržištu. Za fer vrijednost vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje u drugoj državi članici

EU ili državi članici OECD-a na aktivnom tržištu uzima se zadnja cijena trgovanja koja se objavljuje na službenim financijsko-informacijskim servisima.

Fer vrijednost prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca kojima se trguje u Republici Hrvatskoj na aktivnom tržištu izračunava se primjenom prosječne cijene trgovanja ponderirane količinom vrijednosnih papira te prijavljenih transakcija van uređenog tržišta, tj. na OTC tržištu gdje se transakcije dogovaraju između institucionalnih investitora. Instrumenti tržišta novca čiji je izdavatelj Republika Hrvatska mogu se vrednovati i metodom amortiziranog troška primjenom metode efektivne kamatne stope. Za fer vrijednost dužničkih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca kojima se trguje u drugoj državi članici EU ili državi članici OECD-a na aktivnom tržištu uzima se zadnja cijena trgovanja koja se objavljuje na službenim financijsko-informacijskim servisima. U slučaju da pojedini instrument tržišta novca nema primjerenu cijenu na službenim financijsko-informacijskim servisima, njegova fer vrijednost može se odrediti i metodom amortiziranog troška primjenom metode efektivne kamatne stope. Društva za vrednovanje nekog dužničkog vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca kojima se trguje u drugoj državi članici EU ili državi članici OECD-a na aktivnom tržištu mogu koristiti i drugu cijenu, npr., cijenu dobivenu na osnovu modela, ako procijene da cijena na službenim financijsko-informacijskim servisima ne predstavlja fer vrijednost tog prenosivog vrijednosnog papira ili instrumenta tržišta novca.

UCITS fondovi, otvoreni alternativni fondovi (AIF) ili otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom koji imaju odobrenje za rad u državi članici OECD-a vrednuju se po cijenama udjela, a koje objavljuju društva za upravljanje navedenih fondova. Dionice zatvorenih alternativnih investicijskih fondova te udjeli ili dionice ETF-ova vrednuju se na isti način kao i prenosivi vlasnički vrijednosni papiri. Poslovni udjeli zatvorenog alternativnog investicijskog fonda procjenjuju se tehnikama vrednovanja. Ostala imovina (spot transakcije, repo poslovi, financijske izvedenice kojima se trguje na uređenim tržištima) vrednuju se sukladno pravilniku kojeg je propisala Hanfa. Financijske izvedenice kojima se ne trguje na uređenim tržištima vrednuju se prema modelu kojeg propisuje društvo za upravljanje. Financijska imovina koja se drži radi prikupljanja novčanih tokova mjeri se po amortiziranom trošku primjenom metode efektivne kamatne stope ostvarene prilikom svakog pojedinačnog ulaganja.

U slučaju da se financijskim instrumentima ne trguje na aktivnom tržištu prema propisanim kriterijima tj. uvjetima za aktivno tržište, isti se vrednuju tehnikama procjene. Kriteriji za aktivno tržište propisani su pravilnikom kojeg je propisala Hanfa. Društva jednom mjesečno procjenjuju zadovoljavaju li prenosivi vrijednosni papiri, instrumenti tržišta novca te izvedeni financijski instrumenti uvjete aktivnog tržišta i to na kraju svakog kalendarskog mjeseca za prethodna tri mjeseca. Društva za procjenu fer vrijednosti financijskih instrumenata kojima se trguje na neaktivnim tržištima koriste više metoda za vrednovanje koje su u skladu s važećim međunarodnim računovodstvenim standardima i pozitivnim zakonskim propisima važećim u Republici Hrvatskoj. Odabir metode procjene pojedinog financijskog instrumenta ovisi o prevladavajućim okolnostima vezanim uz isti te dostupnosti podataka za pojedinu metodu procjene, a moguća je i uporaba kombinacije bilo kojih od prethodno navedenih tehnika procjene. Pretpostavke koje će se uzeti u obzir prilikom primjena tehnika vrednovanja moraju biti nepristrane, odnosno objektivne te odgovarati poslovnoj praksi, odnosno standardu industrije. Prilikom primjene određene tehnike vrednovanja koriste se primjereni, opći dostupni i relevantni ulazni podaci iz

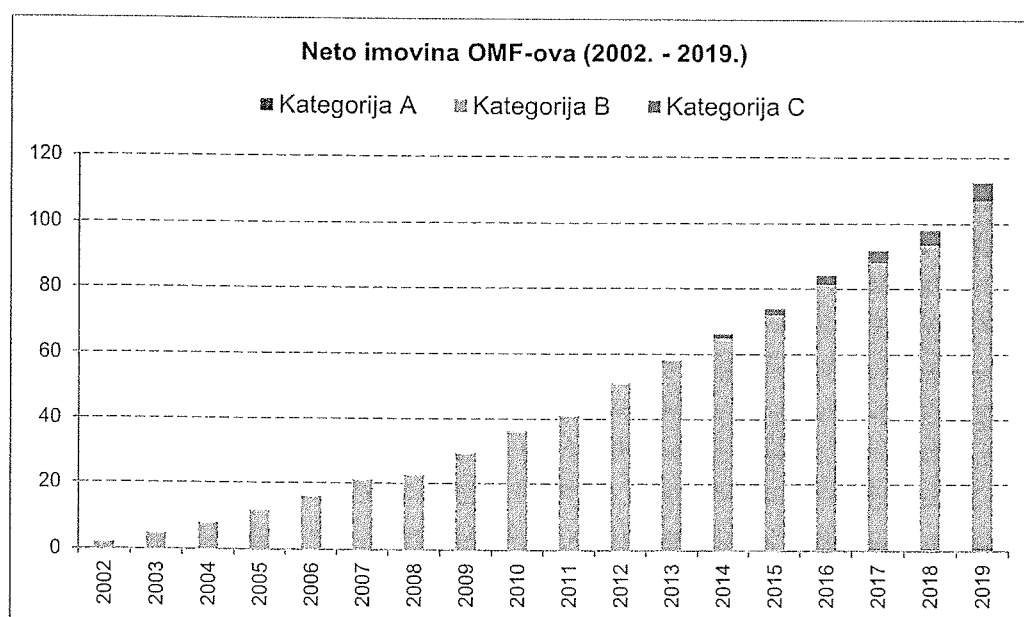
pouzdanih izvora, a u što manjoj mjeri podaci koji nisu javno dostupni te specifični za pojedinog izdavatelja. Metode za vrednovanje financijskih instrumenata kojima se trguje na neaktivnom tržištu definirane su internim aktima svakog od društava za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima. Ponovnim aktiviranjem trgovanja i ispunjenjem uvjeta aktivnog tržišta za neki financijski instrument, isti se počinje vrednovati sukladno pravilima vrednovanja za aktivno tržište.

Mirovinska društva su aktivno sudjelovala u postupku savjetovanja prilikom izrade pravilnika koji propisuje vrednovanje imovine mirovinskih fondova te smatraju da je postojeći način vrednovanja imovine mirovinskih fondova primjeren i da u najboljoj mjeri odražava fer vrijednosti pojedinih financijskih instrumenata, posebno onih koji su uvršteni na domaće uređeno tržište. S obzirom da velik dio imovine obveznih mirovinskih fondova čine obveznice Republike Hrvatske kojima se trguje na domaćem uređenom tržištu, u proteklom razdoblju rada mirovinskih fondova, tj. od 2002. godine, s velikom pozornošću se pristupalo odabiru optimalne metodologije vrednovanja navedenih obveznica.

### 3. Rezultati poslovanja obveznih mirovinskih fondova

Na kraju 2019. godine neto imovina OMF-ova dosegla je 112,6 milijardi kuna uz porast na godišnjoj razini od 14,75%. Neto mirovinski doprinosi uplaćeni u II. stup u 2019. godini iznosili su 6,7 milijardi kuna, dok su isplate iz II. stupa iznosile 1,2 milijardi kuna, a obvezni mirovinski fondovi su u 2019. godini svojim članovima zaradili 8,9 milijardi kuna. U 2019. godini ukupna uplata neto mirovinskih doprinosa u II. stup veća je za 8,2% u odnosu na prethodnu godinu. Kretanje neto imovine OMF-ova u periodu od osnivanja do kraja 2019. prikazano je na slici 4 i u tablici 1.

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



Izvor: HANFA

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

| Datum      | Kategorija A | Kategorija B | Kategorija C | Ukupno  |
|------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| 31.12.2005 |              | 11.714       |              | 11.714  |
| 31.12.2006 |              | 15.919       |              | 15.919  |
| 31.12.2007 |              | 21.002       |              | 21.002  |
| 31.12.2008 |              | 22.591       |              | 22.591  |
| 31.12.2009 |              | 29.265       |              | 29.265  |
| 31.12.2010 |              | 36.328       |              | 36.328  |
| 31.12.2011 |              | 41.067       |              | 41.067  |
| 31.12.2012 |              | 51.134       |              | 51.134  |
| 31.12.2013 |              | 58.238       |              | 58.238  |
| 31.12.2014 | 354          | 64.351       | 1.577        | 66.282  |
| 31.12.2015 | 417          | 71.352       | 2.236        | 74.005  |
| 31.12.2016 | 506          | 80.624       | 3.049        | 84.179  |
| 31.12.2017 | 590          | 87.375       | 3.960        | 91.925  |
| 31.12.2018 | 653          | 92.634       | 4.839        | 98.126  |
| 31.12.2019 | 829          | 106.120      | 5.650        | 112.598 |

Izvor: HANFA

### 3.1 Prinosi obveznih mirovinskih fondova

Prinosi OMF-ova, prikazani putem referentnih indeksa za pojedine kategorije fondova (MIREX A, MIREX B i MIREX C), u 2019. godini i od njihovog početka rada dani su u tablici 2.

Tablica 2: Prinosi obveznih mirovinskih fondova prikazani putem indeksa MIREX

|                | Prinos u<br>2019. godini<br>(%) | Prinos od<br>početka<br>rada* (%) |
|----------------|---------------------------------|-----------------------------------|
| <b>MIREX A</b> | 13,22                           | 8,16                              |
| <b>MIREX B</b> | 9,04                            | 5,67                              |
| <b>MIREX C</b> | 5,43                            | 5,89                              |

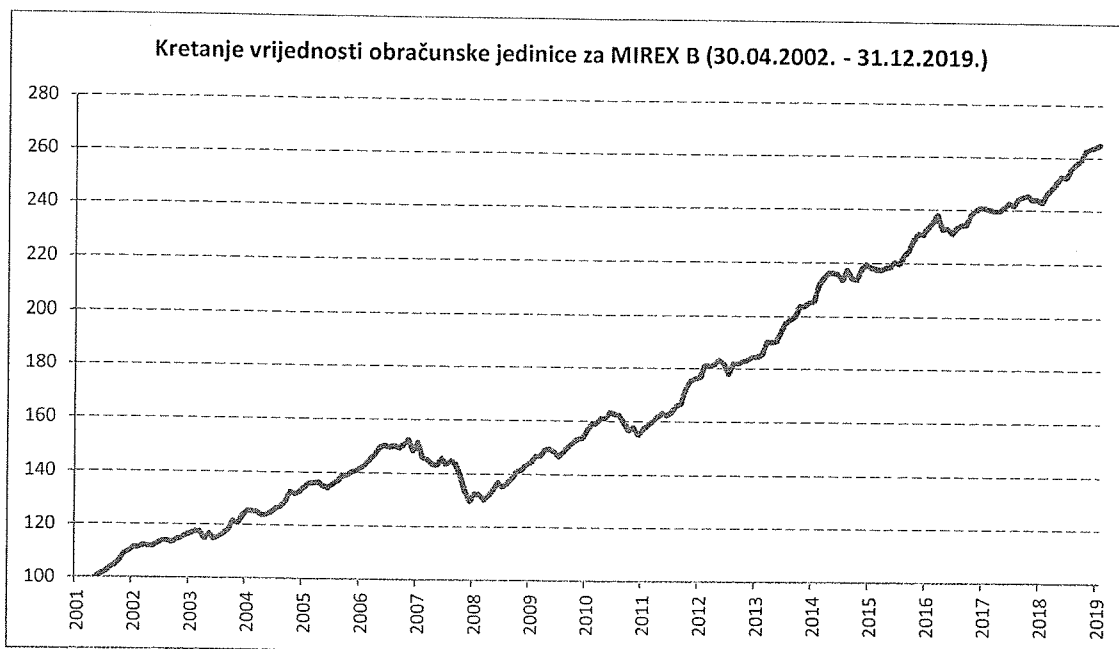
Izvor: HANFA

\* prinos na godišnjoj razini

U 2019. godini najveće prinose su ostvarili OMF-ovi kategorije A, dok su najniže prinose ostvarili OMF-ovi kategorije C. S obzirom da fondovi kategorija A i C posluju tek od kraja kolovoza 2014. godine, prerano je dati ocjenu ostvarenih prinosa OMF-ova tih kategorija kroz duža razdoblja, tj. od njihovog osnutka. Međutim, nakon nešto više od pet godina rada fondova kategorije A i C vidimo da je prinos od početka rada fondova kategorije A veći od fondova kategorije C, a što odražava i njihova povećana rizičnost.

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

Slika 5: Kretanje vrijednosti indeksa MIREX B



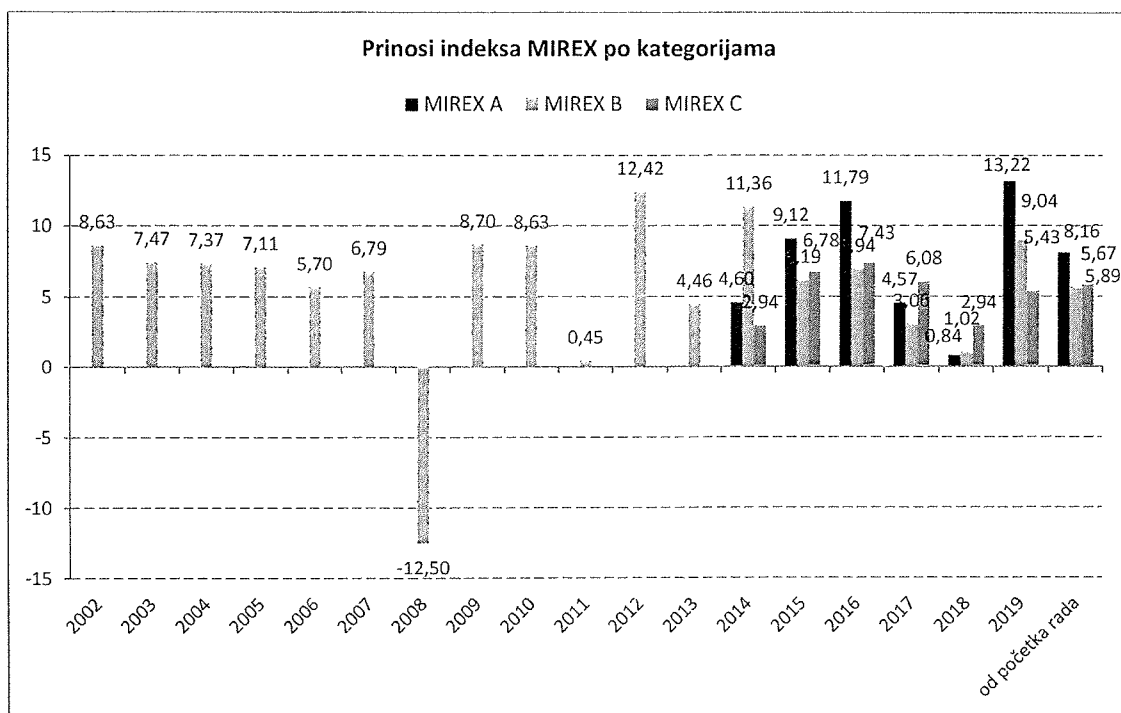
Izvor: HANFA

Prosječan godišnji prinos indeksa MIREX B u periodu od početka rada do kraja 2019. godine iznosi 5,67% što upućuje na ispunjavanje ključnih ciljeva mirovinske reforme – osiguravanje sigurnosti uplaćenih sredstava članova te postizanje prinosa koji će uvećati mirovinsku štednju. Na samom početku provođenja mirovinske reforme 2002. godine optimistične prognoze govore su o mogućim prinosima OMF-ova od 2% iznad stope inflacije. Hrvatski OMF-ovi i dalje ostvaruju bolje rezultate od očekivanja, tj. prosjek godišnjih realnih prinosa OMF-ova kategorije B u periodu od osnivanja do kraja 2019. godine iznosi 3,77%.

Prinos indeksa MIREX A od početka rada 21. kolovoza 2014. godine do kraja 2019. godine, izražen na godišnjoj razini, iznosio je 8,16% dok je odgovarajući prinos za MIREX C iznosio 5,89%. Na slici 6 prikazani su prinosi indeksa MIREX za pojedinu kategoriju fondova po pojedinim godinama rada kao i od početka rada.



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



Izvor: HANFA

Zarade hrvatskih OMF-ova u 2019. godini iznosile su ukupno za sve fondove 8,9 milijardi kuna.

Tablica 4: Zarade obveznih mirovinskih fondova po kategorijama u 2019. godini

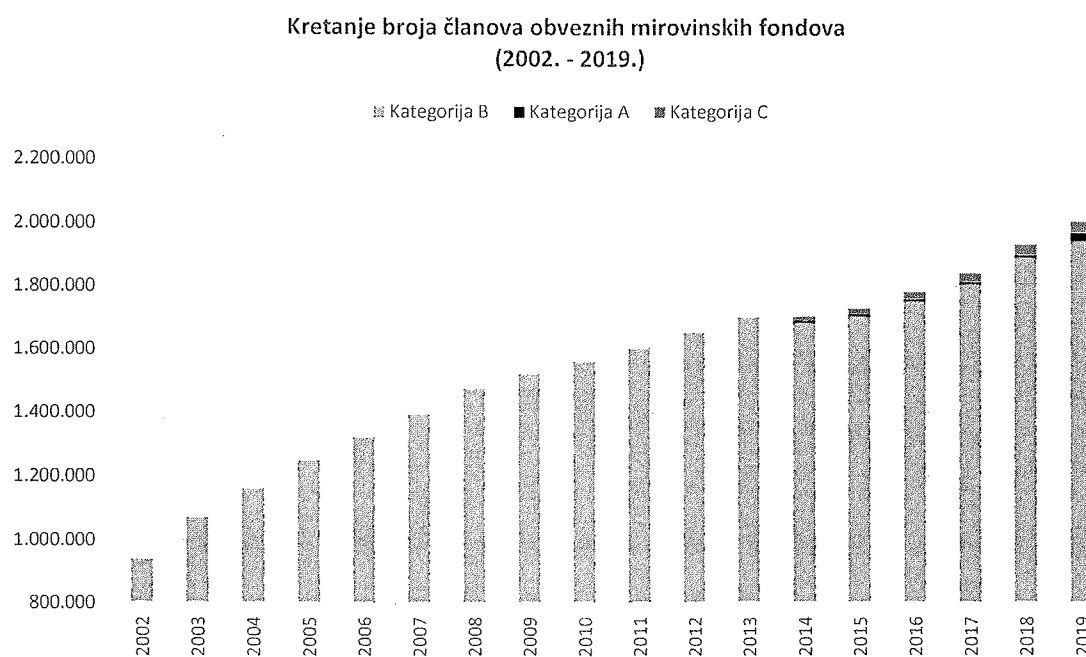
|                      | Zarada fondova (mil. HRK) |
|----------------------|---------------------------|
| OMF-ovi kategorije A | 90                        |
| OMF-ovi kategorije B | 8.566                     |
| OMF-ovi kategorije C | 276                       |
| <b>Ukupno</b>        | <b>8.932</b>              |

Najveći doprinos zaradama OMF-ova u 2019. godini ostvaren je kroz ulaganja u domaće državne obveznice te ulaganja na domaće i inozemna dionička tržišta.

#### 4. Članovi obveznih mirovinskih fondova

Krajem 2019. godine u obveznim mirovinskim fondovima nalazilo se ukupno 2.010.403 članova, a porast u odnosu na prethodnu godinu iznosi 3,8%. Prosječan godišnji rast broja članova iznosi 4,6% u periodu od osnivanja do kraja 2019. godine. Na slici 7 prikazano je kretanje broja članova obveznih mirovinskih fondova od početka rada OMF-ova.

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



Izvor: HANFA

Pozitivna kretanja u gospodarstvu odrazila su se i na uplate članova obveznih mirovinskih fondova tako da su ukupne uplate u fondove po pojedinim društvima za upravljanje u 2019. godini rasle u rasponu od 7% do 11% posto u odnosu na prethodnu godinu. Međutim, još je uvijek dosta veliki postotak članova obveznih mirovinskih fondova koji nisu imali uplate u 2019. godini, a taj se broj kreće oko 20%, ovisno o pojedinom fondu. S obzirom da se u tu grupu ubrajaju i članovi koji su radili preko ugovora o djelu te oni koji za svoj rad nisu primali plaću, očekujemo da će se njihovi računi puniti u budućnosti. Što se tiče izlazaka članova, navedeni brojevi su još uvijek relativno mali u odnosu na ukupno članstvo, a broj novih članova fondova (bez prelazaka u druge fondove po sili Zakona) još uvijek značajno premašuje broj članova koji izlaze iz fondova po osnovi odlaska u mirovinu i to za nešto više od 10 puta.

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

|   |            | Allianz ZB<br>d.o.o. | Erste d.o.o. | PBZ-CO d.d. | Raiffeisen<br>d.d. |
|---|------------|----------------------|--------------|-------------|--------------------|
| Prosječna mjesečna<br>uplata u 000 kn                     | 2018       | 191.312              | 76.550       | 93.052      | 154.038            |
|   | 2019       | 204.655              | 84.822       | 102.222     | 166.189            |
|   | promjena % | 7,0%                 | 10,8%        | 9,9%        | 7,9%               |
| Ukupna uplata u 000 kn                                    | 2018       | 2.295.748            | 918.604      | 1.116.623   | 1.848.452          |
|   | 2019       | 2.455.856            | 1.017.866    | 1.226.659   | 1.994.266          |
|   | promjena % | 7,0%                 | 10,8%        | 9,9%        | 7,9%               |
| Uplata po članu   | 2018       | 292,4                | 242,5        | 263,6       | 271,4              |
|   | 2019       | 298,9                | 251,0        | 273,2       | 283,0              |
|   | promjena % | 2,2%                 | 3,5%         | 3,6%        | 4,3%               |
| Broj članova bez uplata                                   | 2018       | 19,8%                | 19,2%        | 19,8%       | 20,7%              |
|   | 2019       | 19,8%                | 19,1%        | 20,4%       | 21,1%              |
|   | promjena % | 0,1%                 | -0,3%        | 3,0%        | 1,8%               |
| Ukupni izlasci članova<br>po osnovi odlaska u<br>mirovinu |            | 2.807                | 1.074        | 1.527       | 2.735              |
| Prelasci iz fonda B u C<br>po sili Zakona                 |            | 2.761                | 926          | 1.327       | 3.042              |

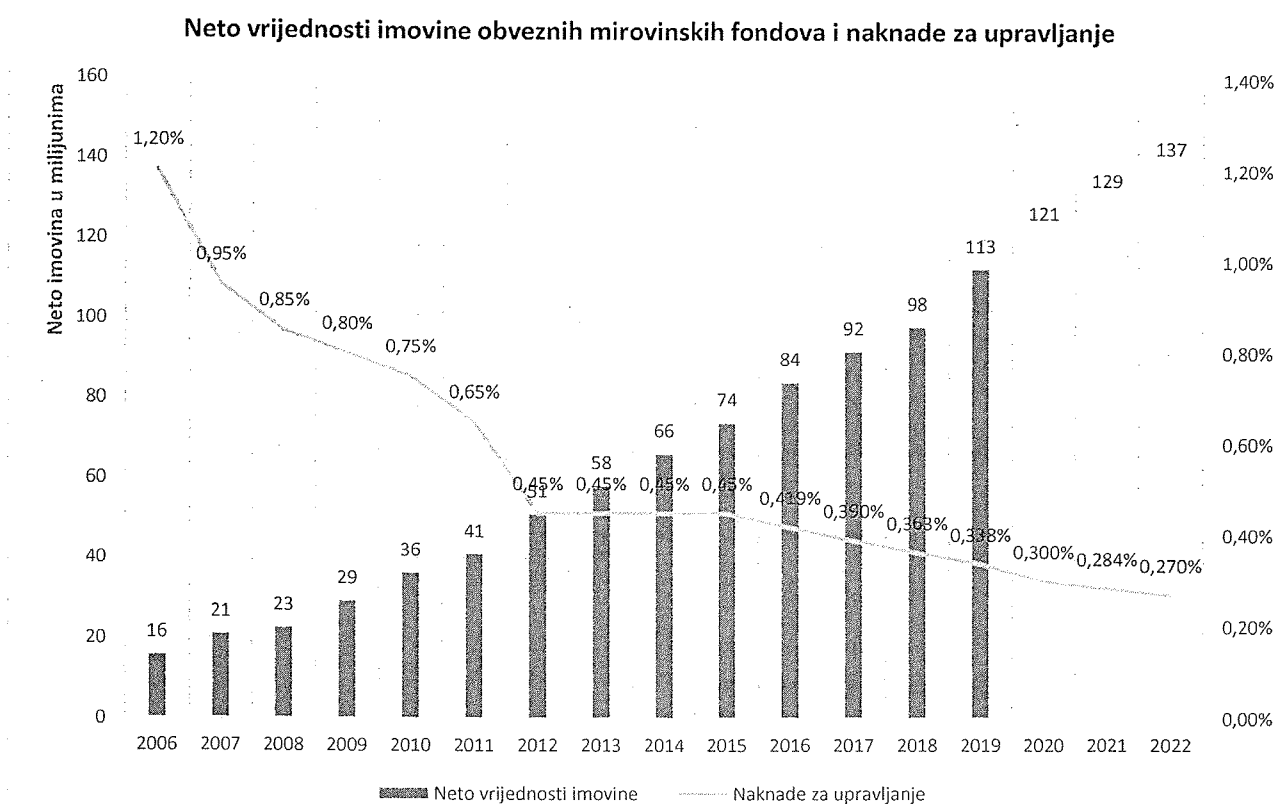
## 5. Naknade i zarade društava za upravljanje

Mirovinsko društvo radi pokrića svojih troškova može, sukladno zakonskim odredbama, zaračunati ulaznu, upravljačku i izlaznu naknadu. Društva su u 2019. godini prihodovala ulaznu naknadu u iznosu od 0,5% od uplaćenih doprinosa.

U 2019. godini najviša naknada za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima iznosila je 0,338% godišnje od osnovice, tj. od ukupne imovine fonda umanjene za obveze spram ulaganja. Stopa naknade za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima umanjivat će se i u narednim godinama te će 2020. godine iznositi 0,3%, a za daljnje godine će se smanjivati godišnje za 5,5% u odnosu na stopu iz prethodne godine sve dok ne dosegne stopu od 0,27% što će se dogoditi 2022. godine. Također, društva imaju pravo na iznos naknade za upravljanje koji čini 20% ukupno naplaćenog iznosa naknade za upravljanje od strane svih društava koja upravljaju obveznim mirovinskim fondovima u obračunskom razdoblju od jedne kalendarske godine. Tijekom 2019. godine dva društva su obračunala i naplatila naknadu za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima veću od prethodno navedenog ograničenja te će se 55%

tako više naplaćenog iznosa naknade za upravljanje do 30. travnja 2020. godine uplatiti REGOS-u kako bi se izvršio raspored tih sredstava svim obveznim mirovinskim fondovima. Ovakav način povrata dijela naknade za upravljanje dodatno smanjuje stopu naknade za upravljanje za pojedina društva. Općenito se naknada za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima smanjivala tijekom godina kako je rasla njihova imovina. Slika 8 prikazuje kretanje neto vrijednosti imovine obveznih mirovinskih fondova i naknade za upravljanje u posljednjih 14 godina te projekciju kretanja u slijedećih nekoliko godina uz zakonom određeno smanjenje upravljačke naknade.

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



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

Imovina OMF-a može biti terećena i za naknadu depozitaru te za troškove, provizije ili pristojbe vezane uz stjecanje ili prodaju imovine OMF-a, uključujući i troškove radi zaštite odnosno očuvanja imovine. Naknada depozitaru ne može biti viša od 0,1% od prosječne godišnje neto vrijednosti OMF-a, a Hanfa svake godine odlukom utvrđuje visinu naknade depozitaru za narednu kalendarsku godinu. Tako je za

2019. godinu Hanfa donijela odluku o najvišoj naknadi u visini 0,025% od osnovice, tj. od ukupne imovine fonda umanjene za obveze spram ulaganja. Naknada depozitaru koja je teretila imovinu obveznih mirovinskih fondova u 2019. godini u prosjeku je smanjena u odnosu na prethodnu godinu i kretala se u rasponu od 0,019% do 0,025% od osnovice.

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

Tablica 6: Naknade koje naplaćuju mirovinski fondovi u različitim zemljama

| Država     | Naknada za upravljanje | Ulazna naknada | Naknada za uspješnost |
|------------|------------------------|----------------|-----------------------|
| Hrvatska   | 0,30%                  | 0,50%          | -                     |
| Poljska    | 0,38%                  | 0,11%          | 0,03%                 |
| Mađarska   | 0,53%                  | -              | -                     |
| Makedonija | 0,53%                  | 0,72%          | -                     |
| Slovačka   | 0,59%                  | 0,11%          | 0,19%                 |
| Turska     | 0,71%                  | 0,27%          | -                     |
| Bugarska   | 0,79%                  | 0,70%          | 0,08%                 |
| Španjolska | 1,08%                  | -              | -                     |
| Estonija   | 1,73%                  | -              | -                     |

Za razliku od ostalih zemalja, hrvatska društva koja upravljaju OMF-ovima imaju obvezu plaćanja troškova REGOS-a i Hanfe, tj. isti se plaćaju iz prihoda društava za upravljanje, a ne iz imovine fondova. Visina naknade za REGOS određena je u iznosu od 3,00 kn mjesečno po članu OMF-a u 2019. godini (2018.: 2,50 kn). Tijekom 2019. godine naknada Hanfi iznosila je 0,35‰ (2018.: 0,33‰) računano od osnovice koju čini ukupna vrijednosti imovine OMF-a. Da bi usporedba naknada za upravljanje po zemljama bila primjerenija, potrebno je naknadu hrvatskih OMF-ova ispraviti za trošak REGOS-a i Hanfe. U tom bi slučaju naknada za upravljanje koju Društva uprihode za 2019. godinu iznosila 0,21%. U nastavku slijedi prikaz naknada za REGOS i Hanfu koje su mirovinska društva platila u 2019. godini.

Tablica 7: Naknade za REGOS i Hanfu koje su plaćene u 2019. godini (u tisućama kuna), a odnose se samo na poslovanje obveznih mirovinskih fondova

| Mirovinsko društvo | 2019. godina     |                  |
|--------------------|------------------|------------------|
|                    | Naknada za REGOS | Naknada za Hanfu |
| Allianz ZB d.o.o.  | 23.875           | 14.088           |
| Erste d.o.o.       | 11.925           | 5.135            |
| PBZ CO d.d.        | 13.229           | 6.171            |
| Raiffeisen d.d.    | 20.799           | 11.312           |
| <b>Ukupno</b>      | <b>69.828</b>    | <b>36.708</b>    |

Društva su u 2019. godini ostvarila ukupne prihode u iznosu od 441 milijuna kuna (2018.: 457 milijuna kuna) što je pad od 3,5% u odnosu na prethodnu godinu. Osim prihoda od upravljanja mirovinskim fondovima, Društva su ostvarila i dodatne prihode od upravljanja vlastitim kapitalom, a koji je većim dijelom uloženi u hrvatske državne obveznice i evidentiran je u tablici 8 pod stavkom ostali prihodi.

Tablica 8: Prihodi i rashodi Društava u 2019. godini (u tisućama kuna)

|                                      | Allianz ZB d.o.o.* | Erste d.o.o.* | PBZ CO d.d.   | Raiffeisen d.d.* |
|--------------------------------------|--------------------|---------------|---------------|------------------|
| Naknada od uplaćenih doprinosa       | 16.292             | 5.794         | 6.170         | 11.445           |
| Naknada od ukupne imovine fonda      | 151.019            | 60.193        | 60.263        | 116.483          |
| Naknada za izlaz                     | 10                 | 1             | 0             | 3                |
| <b>Prihodi od upravljanja fondom</b> | <b>167.321</b>     | <b>65.988</b> | <b>66.433</b> | <b>127.931</b>   |
| Ostali prihodi                       | 729                | 2.384         | 4.085         | 6.269            |
| <b>Ukupni prihodi</b>                | <b>168.050</b>     | <b>68.372</b> | <b>70.518</b> | <b>134.201</b>   |
| Naknada za Hanfu                     | 15.291             | 5.460         | 6.286         | 12.033           |
| Naknada za REGOS                     | 24.847             | 12.418        | 13.791        | 21.604           |
| Troškovi marketinga i CRM-a          | 3.468              | 1.046         | 730           | 6.149            |
| Ostali troškovi                      | 28.787             | 3.109         | 1.310         | 115              |
| <b>Rashodi od upravljanja fondom</b> | <b>72.393</b>      | <b>22.033</b> | <b>22.117</b> | <b>39.901</b>    |
| Troškovi osoblja                     | 17.282             | 13.277        | 12.082        | 12.316           |
| Ostali troškovi                      | 7.008              | 7.431         | 7.561         | 10.534           |
| Amortizacija                         | 2.551              | 2.436         | 741           | 3.214            |
| <b>Rashodi od poslovanja društva</b> | <b>26.841</b>      | <b>23.144</b> | <b>20.384</b> | <b>26.064</b>    |
| <b>Ukupni rashodi</b>                | <b>99.234</b>      | <b>45.177</b> | <b>42.501</b> | <b>65.965</b>    |
| Dobit prije poreza                   | 68.816             | 23.195        | 28.017        | 68.235           |
| Porez                                | 12.421             | 4.318         | 5.051         | 12.292           |
| <b>Neto dobit</b>                    | <b>56.395</b>      | <b>18.877</b> | <b>22.966</b> | <b>55.943</b>    |

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

Tijekom 2019. godine daljnji razvoj poslovanja doveo je do novog zapošljavanja, a time i do povećanja troškova osoblja pa i nekih drugih troškova kao što su: troškovi nadzora, troškovi REGOS-a, troškovi razvoja i unaprjeđenja informacijskog sustava, troškovi marketinga te ostali troškovi. Regulatorni nadzor ukazao je na potrebu daljnjeg unaprjeđenja poslovanja u smislu nadogradnje investicijskog procesa kroz ulaganja u nova aplikativna rješenja te podizanje razine sigurnosti pristupa informacijskim servisima. U želji da pruže što kvalitetniju uslugu svojim članovima Društva su u 2019. godini ulagala dodatna sredstva u komunikaciju i izvještavanje, a što je dodatno podiglo razinu transparentnosti prema članovima. Ukupni rashodi u 2019. godini iznosili su 253 milijuna kuna (2018.: 211 milijuna kuna), od toga su naknade za REGOS 73 milijuna kuna (2018.: 58 milijuna kuna), a za Hanfu 39 milijuna kuna (2018.: 32 milijuna kuna). Neto dobit za sva četiri društva u 2019. godini iznosila je 154 milijuna kuna (2018.: 202 milijuna kuna), tj. ista je manja za 24% od neto dobiti iz 2018. godine.

## 6. Utjecaj na razvoj gospodarstva i državnih financija Republike Hrvatske

Obvezni mirovinski fondovi (OMF-ovi) i u 2019. godini nastavljaju svoju ulogu ključnog čimbenika dugoročnog financiranja Republike Hrvatske na domaćem i međunarodnom tržištu. Tijekom 2019. godine na pet emisija izdanja obveznica Republike Hrvatske ukupne nominalne vrijednosti 30,8 milijardi kuna, obvezni mirovinski fondovi sudjelovali s gotovo 8 milijardi kuna, tj. s 25% od ukupno prikupljenih sredstava. Nešto niži udio financiranja države od strane OMF-ova posljedica je izdanja euroobveznice na inozemnom tržištu, na koju otpada više od trećine ukupno izdanog iznosa, a gdje je sudjelovanje domaćih OMF-ova bilo ograničeno zbog značajnog interesa inozemnih investitora.

Nadalje, prema podacima s kraja 2019. godine OMF-ovi u svojim portfeljima drže oko 20% ukupno izdanih hrvatskih euroobveznica<sup>1</sup>. Takva stabilnost baze investitora je iznimno bitna kod sekundarnog trgovanja, odnosno određivanja uvjeta izdanja (rok dospeljeća, kupon), tako da mirovinski fondovi u značajnoj mjeri utječu i na uvjete vanjskog financiranja Republike Hrvatske. Pad kamatnih stopa i visoka likvidnost sustava pogoduju i domaćem korporativnom sektoru što se reflektira smanjenom potrebom za izdavanje korporativnih dužničkih instrumenata. Dodatno, u cilju efikasnog upravljanja kratkoročnom likvidnošću OMF-ovi predstavljaju značajnog kupca i na kratkoročnim izdanjima (emisije trezorskih zapisa).

2019. godinu obilježio je nastavak mirovinske reforme u sklopu koje je izmijenjen i Zakon o obveznim mirovinskim fondovima (ZOMF). Izmjenama su dodatno liberalizirani pojedini segmenti ulagačke politike OMF-ova, prvenstveno vezanim uz ulaganja u infrastrukturne projekte. Dodatno, izmjenama ZOMF-a omogućava se značajnija mogućnost ulaska u vlasničku strukturu izdavatelja vlasničkih vrijednosnih papira uvrštenih na uređeno tržište, čiji je izdavatelj dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici Europske unije ili državi članici OECD-a. Tako je pojedinom mirovinskom fondu omogućeno stjecanje do 25% jednog izdanja prenosivih vlasničkih vrijednosnih papira, odnosno i preko 25%, ali uz uvjet da takvo ulaganje ne prelazi 3% ukupne imovine pojedinog fonda. U budućnosti

---

<sup>1</sup> Euro denominirane obveznice dospeljeća 2022., 2025., 2027., 2028., 2029. i 2030., te USD denominirane obveznice dospeljeća 2020., 2021., 2023. i 2024.

očekujemo da će se regulatorni okvir i dalje prilagođavati, kako investicijskom ciljevima i mogućnostima mirovinskih fondova, tako i potrebama krajnjih korisnika (javnog i privatnog sektora).

Trend značajnih ulaganja OMF-ova u hrvatske kompanije nastavljen je i u 2019. godini, pri čemu se ističu ulaganja u društva Helios Faros d.d., Vis d.d., Modra Špilja d.d., Professio Energia d.d., Imperial Riviera d.d., The Garden Brewery d.d. i Meritus ulaganja d.d. Osim navedenog, OMF-ovi su aktivno participirali i na sekundarnom tržištu. Tako su povećani udjeli i u društvima ACI d.d., Adris grupa d.d., Arena Hospitality Group d.d., Atlantic grupa d.d., Čakovečki mlinovi d.d., Ericsson Nikola Tesla d.d., Hrvatski Telekom d.d., Končar-elektroindustrija d.d., Plava laguna d.d., Podravka d.d. i drugima.

Imajući na umu izrazito nisku likvidnost domaćeg tržišta dionica, mirovinska društva smatraju da je i dalje najprimjerenija strategija ulaganja upravo kroz izravne dokapitalizacije odabranih izdavatelja. Dokapitalizacijom je kompanija u mogućnosti sniziti troškove zaduženja, povećati profitabilnost te stvoriti pretpostavke za realizaciju planiranih kapitalnih ulaganja ili širenja putem preuzimanja drugih društava.

U pogledu korporativnog upravljanja, mirovinska društva mogu u nadzorne odbore društava u koje su uložila imovinu fondova predlagati i imenovati isključivo nezavisne stručnjake, čime se onemogućuje izravno članstvo društvima za upravljanje u nadzornim odborima. Bez obzira na navedeno, društva za upravljanje OMF-ovima nastavit će kroz aktivno dioničarstvo (glasanjem na skupštinama izdavatelja sukladno prije definiranim smjernicama) i dalje nastojati podizati razinu korporativnog upravljanja i zalagati se za uvođenje najbolje prakse. Cilj je unaprijediti poslovne procese unutar izdavatelja i povećati njegovu održivu razinu profitabilnosti, uz istovremeno smanjivanje rizika poslovanja. Sukladno tome, mirovinska društva aktivno potiču prelazak izdavatelja u viši segment uređenog tržišta Zagrebačke burze (iz redovitog na službeno ili vodeće tržište), čime se povećava transparentnost poslovanja i standard korporativnog upravljanja.

Izmjenama zakona koje su stupile na snagu 1. siječnja 2019. godine, nastavljena je daljnja liberalizacija ulaganja u infrastrukturne projekte. Ulaganja u prenosive dužničke ili prenosive vlasničke vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske prepoznata su kao zasebna klasa imovine. Takvi projekti, uz obvezu uvrštenja na uređeno tržište, moraju imati dugoročne, stabilne i predvidljive novčane tokove, kako bi odgovarali ročnosti obveza mirovinskog fonda.

Nažalost, niti tijekom 2019. godine mirovinski fondovi nisu bili u mogućnosti iskoristiti takvu zakonsku mogućnost, s obzirom da niti jedan projekt nije došao do faze u kojoj bi pojedino mirovinsko društvo moglo tražiti odobrenje od Vlade Republike Hrvatske da klasificira izdavatelja tih vrijednosnih papira kao namjenskog izdavatelja u financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata. S obzirom na trendove na svjetskim financijskim tržištima, gdje se upravo u tom segmentu mirovinski fondovi pojavljuju kao najznačajniji ulagači, te potrebe Republike Hrvatske u području refinanciranja financijskih obveza infrastrukturnih projekata, smatramo da upravo domaći OMF-ovi mogu značajno doprinijeti razvoju te klase imovine. To vrijedi pogotovo za slučajeve kada bi to rezultiralo smanjenjem javnog duga Republike Hrvatske, što bi imalo značajne pozitivne posljedice prema smanjenju percepcije državnog rizika, odnosno manjim troškovima zaduženja.



## **7. Izmjene podzakonskih akata sukladno Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima**

U prvoj polovici 2019. godine obvezna mirovinska društva usklađivala su se sa posljednjim izmjenama Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 115/18). Tako su sva mirovinska društva do konca lipnja 2019. godine ispunila svoju zakonsku obvezu kojom su u svim društvima/izdavateljima u kojima su predlagala i/ili imenovala člana nadzornog odbora, istog člana opozvala te predložila nezavisnog člana koji ima odgovarajuće stručne i druge kvalifikacije. Nastavno na predmetnu obvezu, u istom roku, obvezna mirovinska društva su putem UMFO-a usvojile kodeks postupanja kojim su uređena pitanja korporativnog upravljanja u izdavateljima u koja ulažu fondovi, potrebne kvalifikacije članova nadzornih odbora, način njihova izbora i ostala relevantna pitanja.

Nadalje, sukladno izmjenama Zakona, do konca lipnja 2019. godine Vlada Republike Hrvatske je na prijedlog ministra nadležnog za mirovinski sustav imenovala po jednu osobu u nadzorne odbore obveznih mirovinskih društava. Imenovani članovi zastupaju interese članova mirovinskog fonda te zadovoljavaju sve uvjete za obavljanje funkcije člana nadzornog odbora obveznog mirovinskog društva sukladno Zakonu i podzakonskim aktima.

Tijekom 2019. godine društva su posredstvom UMFO-a s Hanfom radila na izmjenama i dopunama podzakonskih akata te je Upravno vijeća Hanfe krajem godine usvojilo paket pravilnika iz područja rada obveznih mirovinskih fondova. Navedeni pravilnici doneseni su u skladu s reformom mirovinskog sustava prema zadnjim izmjenama Zakona, a u svrhu provođenja što kvalitetnijeg i boljeg nadzora. Tako su iz područja poslovanja mirovinskih fondova usvojeni: Pravilnik o izmjenama i dopunama Pravilnika o utvrđivanju neto vrijednosti imovine i vrijednosti obračunske jedinice obveznog mirovinskog fonda, Pravilnik o godišnjim, tromjesečnim i drugim izvještajima obveznog mirovinskog fonda, Pravilnik o odobrenju osnivanja i statuta obveznog mirovinskog fonda, Pravilnik o promidžbi, informativnom prospektu i ostalim informacijama za članove obveznih mirovinskih fondova, Pravilnik o izmjenama i dopunama Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, Pravilnik o dozvoljenim ulaganjima i dodatnim ograničenjima ulaganja obveznog mirovinskog fonda, Pravilnik o izmjenama i dopunama Pravilnika o dozvoljenim ulaganjima.

U promatranom razdoblju Hanfa je pred mirovinska društva stavila i potrebu usklađenja s brojnim smjernicama. Primjerice, usvojene su Smjernice o referentnim vrijednostima (tzv. benchmarku) koje koriste mirovinska društva kod ulaganja u prenosive vlasničke vrijednosne papire. U skladu sa Zakonom, kada mirovinsko društvo ulaže imovinu obveznog mirovinskog fonda u prenosive vlasničke vrijednosne papire uvrštene na uređeno tržište mora koristiti jednu ili više referentnih vrijednosti koje priznaje Hanfa ili odabrati neke druge referentne vrijednosti uz obrazloženje razloga takvog odabira. Slijedom navedenog, Hanfa je donijela ove smjernice te obavijestila mirovinska društva o referentnim vrijednostima koje priznaje.

Referentna vrijednost (eng. benchmark) je tržišni indeks s kojom se uspoređuje uspješnost ulaganja, a koristi se radi periodičke usporedbe investicijske strategije te procjene jesu li ostvareni rezultati mirovinskog fonda bolji ili lošiji od strateških smjernica. Referentna vrijednost predstavlja vrijednost koja bi se postigla korištenjem tzv. pasivne strategije ulaganja u određenu klasu imovine te omogućava

usporedbu uspješnosti ulaganja. Mirovinska društva su dužna poduzeti sve potrebne aktivnosti radi usklađenja s ovim smjernicama do polovine ožujka 2020. godine te u roku od 10 radnih dana nakon isteka navedenog roka dostaviti Hanfi obavijest o usklađenju.

Nadalje, tijekom 2019. donijete su smjernice kojima se definiraju uređeni sustavi za prikupljanje kapitala koje će Agencija priznavati, a putem kojih će obvezni mirovinski fondovi moći ulagati u vrijednosne papire i udjele u start-up kompanijama koje se financiraju putem platformi za skupno financiranje (tzv. crowdfunding platformi). Riječ je o Smjernicama o uređenim sustavima za prikupljanje kapitala koje su izrađene u skladu sa Zakonom te podrazumijevaju trgovinske platforme na kojima je malim i srednjim poduzećima, osobito inovativnim i start-up poduzećima, omogućen pristup financiranju. Također, smjernice se odnose i na multilateralne trgovinske platforme u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala.

Ulaganje u ovakva poduzeća uključivat će i specifične rizike, posebice rizik likvidnosti, rizik neisplate dobiti te rizik gubitka cjelokupnog ulaganja, posebice kod tzv. start-up poduzeća. Navedeni rizici će varirati ovisno o nacionalnom okviru koji uređuje poslovanje crowdfunding platforme, o tome radi li se o start-up projektu ili malom i srednjem poduzeću koje traži dodatno financiranje za rast poslovanja, kao i pravilima rada same platforme i razini i vrsti informacija koje platforma i vlasnik projekta pružaju potencijalnim investitorima.

U listopadu 2019. usvojene su i Smjernice kojima se dodatno opisuju situacije koje se smatraju sukobom interesa koje se također odnose na obvezna mirovinska društva i mirovinske fondove te koje donose primjere situacija koje se mogu smatrati sukobom interesa.

## **8. Projekti financijske pismenosti**

Udruga društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava (UMFO) posvećuje veliku pozornost informiranju korisnika, pa je tako i u 2019. godini nastavila s aktivnim radom na promicanju informiranosti članova mirovinskih fondova i financijskoj pismenosti kao društveno važne teme. Godinu 2019. obilježile su implementacije novih zakonskih regulativa te suradnja s nadležnim institucijama i Ministarstvom rada i mirovinskog sustava na pripremama istoga. UMFO je u 2019. godini nastavio aktivnu suradnju s Ministarstvom financija, kao aktivan član radne skupine za Financijsku pismenost, te komunikaciju s ključnim tijelima kao što su HANFA, HUP, HGK, Agencija za odgoj i obrazovanje (AZOO), Zagrebačka burza, Ekonomski fakultet i dr. UMFO je tijekom 2019. godine surađivao na projektima koje su pokrenule prethodno navedene institucije.

Financijsko obrazovanje postaje sve potrebnije kako bi građani mogli odgovorno planirati potrošnju i štednju. Veća financijska pismenost od koristi je i korisnicima i pružateljima financijskih usluga. Važan aspekt financijske pismenosti je mirovinska financijska pismenost. Danas je životni vijek dulji, a demografske promjene u svim europskim zemljama mijenjaju stare paradigme. U nastavku dajemo pregled najznačajnijih samostalnih projekata.

Mala akademija financija (MAFIN) je projekt realiziran u suradnji s Ministarstvom znanosti, AZOO, Ekonomskim fakultetom i medijskim partnerom Večernjim listom, a trajao je kroz čitavu školsku 2018/19. godinu. Na natječaj se prijavilo 76 osnovnih škola diljem Hrvatske, a u drugi krug ušlo je njih

20, koje su slušale edukaciju iz financijske pismenosti/mirovinska pismenost koju su održavale docentice s Ekonomskog fakulteta. Učenici su u zavisnosti od dobi (10-14 godina) učili o važnosti mirovinske štednje, odnosno što su to mirovine i zašto su važne, kako se mirovine financiraju, koja je razlika između I., II. i III. mirovinskog stupa, kako izraditi kućni budget, itd. Njih 400 prošlo je edukaciju i na kraju školske godine prisustvovalo završnoj svečanosti upriličenoj u Nacionalnoj sveučilišnoj knjižnici. Tijekom trajanja projekta provedeno je i istraživanje tržišta u kojem je sudjelovalo ukupno 715 učenika osnovnih škola.

Istraživanje je pokazalo kako djeca imaju iznimno pozitivne stavove o štednji. Djeca pretežito vjeruju da bi ih roditelji podržali u štednji, štednju doživljavaju kao nešto zabavno, korisno i pozitivno. Nadalje, vjeruju da je štednja pod njihovom kontrolom i imaju namjeru štedjeti novac. Osim edukacije koja je provedena u 20 osnovnih škola u Hrvatskoj, Večernji list kontinuirano je pratio i izvještavao s edukacijskih radionica te u svom tiskanom i on-line izdanju objavljivao edukativne tekstove iz područja financijske pismenosti.

U sklopu projekta Financijska pismenost u suradnji s časopisom 24 sata kreirana je digitalna platforma pod nazivom Moja mirovina koja educira građane o štednji, ulaganjima i temama iz mirovinske financijske pismenosti s naglaskom na teme vezane uz štednju u II. i III. mirovinskom stupu. Cilj ovog projekta je podizati percepciju o mirovinskim fondovima kao rješenju za cjeloživotnu štednju. Projekt je započeo u ožujku 2019. godine i kontinuirano je trajao do kraja godine. Za komunikaciju s čitateljima korišteni su različiti komunikacijski formati (uobičajeni članci, promotivni članci, prilozi, video prilozi). Ukupan broj čitanja bio je gotovo 800.000.

Svakog mjeseca 78% hrvatskih građana traži informacije o robama i uslugama putem interneta, stoga je UMFO pokrenuo digitalnu kampanju pod nazivom Crno na bijelo s ciljem povećanja svjesnosti o važnosti štednje u II. mirovinskom stupu i značaju prinosa koje ostvaruju obvezni mirovinski fondovi, te s ciljem poticanja građana da se dodatno informiraju o mirovinskoj štednji i provjere stanje na svom računu. Tijekom kampanje 7.055 osoba zatražilo je uvid u stanje na osobnom računu, 942.647 osoba vidjelo je Crno na bijelo kampanju na YouTube kanalu, a ukupni doseg kampanje iznosio je 1,1 milijun pogleda.

Tijekom 2019. godine UMFO je realizirao ukupno 6 kampanja iz područja financijske pismenosti te tako ostvario kontinuirano prisutnost putem medija o ovoj izuzetno važnoj temi.

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

Mirovinska reforma u Republici Hrvatskoj provedena prije devetnaest godina prvenstveno je imala za cilj stabiliziranje mirovinskog sustava i stvaranje temelja za dugoročni i održivi mirovinski sustav koji će odgovoriti na sva nepovoljna kretanja koja na njega imaju utjecaj. Izrazito nepovoljna demografska kretanja sa sve većim brojem umirovljenika, sve manjim brojem radno aktivnog stanovništva i nemogućnosti proračunskog financiranja budućih mirovina bili su razlog uvođenja kapitaliziranog mirovinskog sustava u kojem će osobna imovina u obveznim mirovinskim fondovima II. stupa, predstavljati osnovicu za isplatu mirovina budućih umirovljenika.

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

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

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

Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskom osiguranju, kojeg je Sabor Republike Hrvatske usvojio u prosincu 2018., donio je značajnu novost vezanu uz kombinirane mirovine iz I. i II. stupa. Naime, prijašnjim zakonskim rješenjem osiguranici koji su u mirovinu odlazili iz kombiniranog sustava nisu imali pravo na dodatak na mirovinu iz I. stupa. Novim zakonskim rješenjem pravo na dodatak na mirovine imat će i osiguranici koji će mirovinu primati iz kombiniranog sustava (I. i II. stupa). Dodatno, prilikom podnošenja zahtjeva za starosnu ili prijevremenu starosnu mirovinu omogućen je istup iz obveznog mirovinskog osiguranja individualne kapitalizirane štednje (II. stupa) i osiguranicima koji su obvezno bili osigurani u oba mirovinska stupa, a na dan 1. siječnja 2002. su bili mlađi od 40 godina.

Ako osiguranik izabere ostanak u II. stupu onda se uz priznanje prava na osnovnu mirovinu određuje i mirovina iz II. stupa prema programu mirovinskog osiguravajućeg društva (MOD), a sredstva s osobnog računa prenose se u MOD s kojim sklapa ugovor o mirovini. Osiguranici koji biraju ostanak u II. stupu mogu podići 15% sredstava s osobnog računa u MOD-u na temelju ugovora o mirovini, a ista se mogu isplatiti samo korisnicima starosne i prijevremene starosne mirovine ostvarene prema Zakonu o mirovinskom osiguranju. Dodatno, isplata se može ugovoriti samo ako je osnovna starosna, odnosno prijevremena starosna mirovina, veća od najniže mirovine prema Zakonu o mirovinskom osiguranju uvećana za 15%. Ove promjene u sustavu izjednačile su u pravima članove obveznih mirovinskih fondova s osiguranicima koji su bili članovi samo I. stupa. Po odlasku u mirovinu članovi obveznih mirovinskih fondova mogu birati model koji je za njih u tom trenutku povoljniji.

### 9.1. Ostvarivanje prava na starosnu/prijevremenu starosnu mirovinu iz II. stupa od 1. siječnja do 31. prosinca 2019. godine<sup>2</sup>

Kako bi član fonda mogao odabrati povoljniju mirovinu, REGOS je putem mrežnog servisa prikupljao informativne izračune mirovina od Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje (HZMO) i mirovinskog osiguravajućeg društva (MOD) i dostavljao ih na kućnu adresu člana fonda. U 2019. godini REGOS je dostavio informativne izračune mirovina na kućne adrese za 4.701 budućeg korisnika mirovine. Osobnu izjavu o izboru mirovine u 2019. godini dalo je ukupno 4.410 osiguranika, od čega je 2.525 osiguranika (57,26%) odabralo mirovinu samo iz I. stupa, a 1.885 osiguranika (42,74%) odabralo je mirovinu iz I. i II. stupa. U 2019. godini HZMO je dostavio REGOS-u podatke iz Rješenja o priznavanju prava na starosnu ili prijevremenu starosnu mirovinu za 1.822 osiguranika koji su odabrali mirovinu iz I. i II. stupa.

Po izboru MOD-a, REGOS zatvara osobni račun i ukupno kapitalizirana sredstva s osobnog računa člana fonda doznačava odabranom MOD-u. Tijekom 2019. godine REGOS je zatvorio 1.731 osobnih računa te doznačio u MOD 398,8 milijuna kuna. Izmjenama Zakona uvedena je mogućnost jednokratne novčane isplate od 15% u bruto iznosu od ukupno kapitaliziranih sredstava doznačenih MOD-u, ako je osnovna mirovina iz mirovinskog osiguranja generacijske solidarnosti veća za 15% od najniže mirovine iz I. stupa prema Zakonu o mirovinskom osiguranju. U 2019. godini ukupno je obrađeno 1.398 ugovora za starosnu/prijevremenu starosnu mirovinu, a jednokratnu isplatu primilo je 1.134 korisnika (81,12%) u ukupnom iznosu 43.927.264,76 kuna.

Pri svakoj isplati mirovine, kao i pri jednokratnoj isplati 15% od ukupno kapitaliziranih sredstava doznačenih MOD-u, mirovinsko osiguravajuće društvo obračunava i uplaćuje porez na dohodak i prirez porezu na dohodak sukladno Zakonu o porezu na dohodak te korisniku mirovine isplaćuje neto iznos. Stope poreza za umirovljenike umanjene su za 50% i iznose 12% i 18%, ovisno o poreznim razredima. Temeljem konačnog obračuna poreza na dohodak kojeg obračunava Porezna uprava, korisnik mirovine može imati obvezu za uplatu poreza ili povrat više plaćenog poreza na dohodak, ovisno o ostvarenim primitcima i korištenim osobnim odbicima u toj godini.

Iz navedenih podataka je vidljivo da je kombiniranu mirovinu iz oba stupa do sada odabralo 42,74% osiguranika, dok se prethodnih godina najveći broj osiguranika vraćao u I. stup zbog dodatka od 27% na mirovinu samo iz I. stupa. Primjerice, u 2018. godini zbog mirovine samo iz I. stupa zatvoreno je 5.455 osobnih računa, a zbog mirovine iz II. stupa zatvoreno je 108 osobnih računa članova fonda. Do promjene trenda je došlo jer od 1. siječnja 2019. godine osiguranicima koji odaberu mirovinu iz oba stupa, na mirovinu iz I. stupa određuje se dodatak na mirovinu od 27% za mirovinski staž ostvaren do 31. prosinca 2001. godine, a na dio mirovine iz I. stupa koja im pripada za mirovinski staž od uvođenja II. stupa, tj. od 1. siječnja 2002. godine određuje se dodatak od 20,25%. Osnovnu mirovinu s dodatkom od 27% i 20,25% isplaćuje Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje.

---

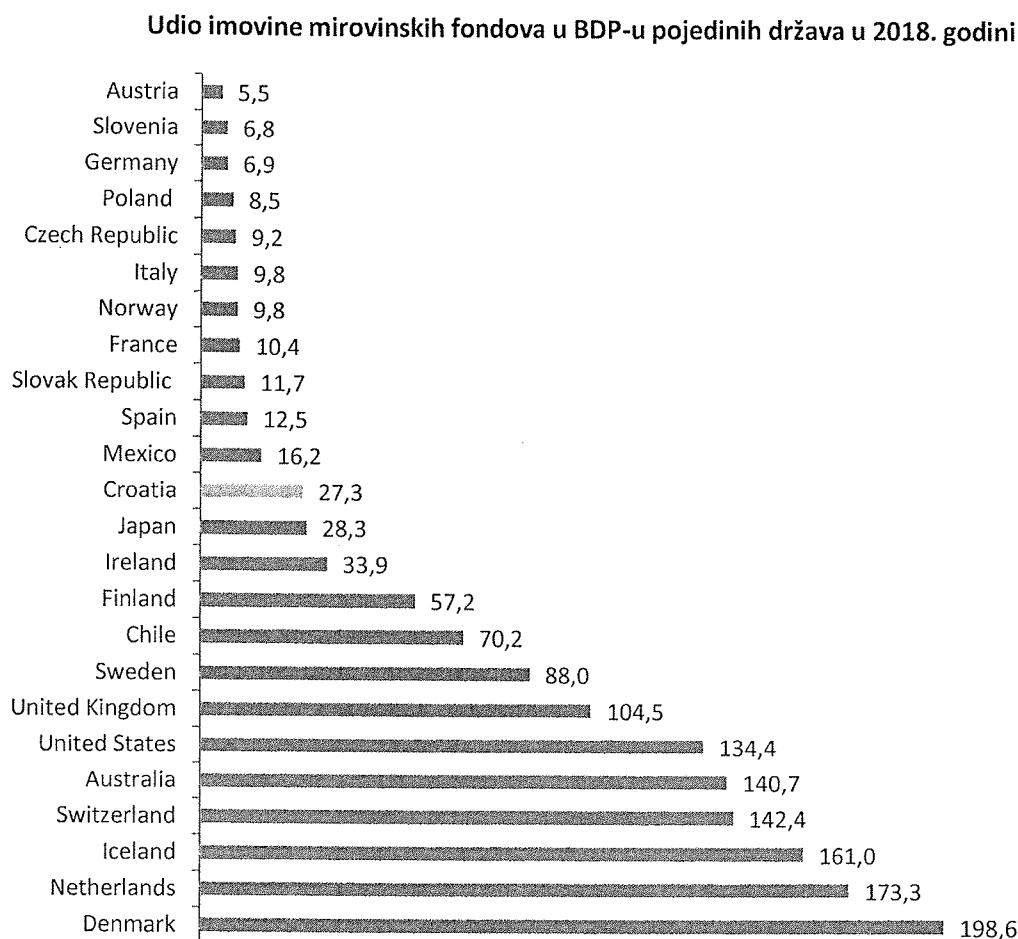
<sup>2</sup> Izvor: REGOS, Ostvarivanje prava na starosnu/prijevremenu starosnu mirovinu iz obveznog mirovinskog osiguranja na temelju individualne kapitalizirane štednje (II. stup) od 01.01. do 31.12.2019. godine uz statističke pokazatelje

Uvođenjem dodatka i na kombiniranu mirovinu, osigurana je primjerenija razina mirovina iz oba stupa. Odabiru kombinirane mirovine pridonijela je i mogućnost ostvarivanja prava na jednokratnu isplatu 15% u bruto iznosu od sredstava doznačenih MOD-u. Promatrajući trenutne pokazatelje, u budućnosti se može očekivati sve veći udio mirovina iz oba stupa u odnosu na mirovine samo iz I. stupa.

## 9.2. Učinci reforme mirovinskog sustava

Udio imovine mirovinskih fondova u veličini nacionalne ekonomije, mjereno udjelom u BDP-u, predstavlja ključni indikator značaja pojedinog mirovinskog sustava. Na slici 9. dan je usporedni prikaz udjela imovine mirovinskih fondova u BDP-u sa zemljama OECD-a za 2018. godinu za koju imamo usporedive podatke.

Slika 9: Udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u pojedinih država u 2018. godini



Izvor: OECD Pension Markets in Focus 2019

Ukupna imovina pod upravljanjem obveznih mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj na kraju 2018. godine iznosila je preko 98 milijardi kuna što je iznosilo preko 27% udjela u BDP-u, čime je premašen minimum od 20% kojim se po definiciji OECD-a neki mirovinski sustav određene zemlje svrstava u zrele

mirovinske sustave. Dodatno, gledajući od 2009. godine, Hrvatska je među tri vodeće zemlje po rastu udjela imovine mirovinskog sustava u BDP-u.

### **9.1 Dugoročne projekcije održivosti mirovinskog sustava u Republici Hrvatskoj**

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

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

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

Dr. Nestić nadalje zaključuje da, iako postoje određene dvojbe, većina stručnjaka ipak smatra da se mirovinski sustav koji kombinira javni sustav međugeneracijske solidarnosti, tj. I. stup s individualnom kapitaliziranim mirovinskom štednjom te II. i III. stupom, može bolje nositi s demografskim problemima od sustava koji je baziran isključivo na I. stupu. Zaključuje da je sadašnji obvezni mirovinski sustav, postavljen na dva stupa, u Hrvatskoj u suštini dobro postavljen i da nema potrebe za njegovim radikalnim mijenjanjem, ali ima potrebe i mogućnosti da se on doraduje i bolje regulira s ciljem osiguranja viših mirovina.

