

**Klasa:**  
**Urbroj:**

**Zagreb,**

**PREDSJEDNIKU HRVATSKOGA SABORA**

**Predmet:** Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima za 2016. godinu - mišljenje Vlade

**Veza:** Pismo Hrvatskoga sabora, klase: 021-12/17-09/20, urbroja: 65-17-03, od 3. travnja 2017. godine

Na temelju članka 122. stavka 2. Poslovnika Hrvatskoga sabora (Narodne novine, br. 81/13 i 113/16), Vlada Republike Hrvatske o Izvještaju o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima za 2016. godinu, daje sljedeće

**MIŠLJENJE**

Vlada Republike Hrvatske predlaže Hrvatskome saboru da prihvati Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima za 2016. godinu, koji je predsjedniku Hrvatskoga sabora podnijelo PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, aktom od 31. ožujka 2016. godine.

Za svoje predstavnike, koji će u vezi s iznesenim mišljenjem biti nazočni na sjednicama Hrvatskoga sabora i njegovih radnih tijela, Vlada je odredila dr. sc. Tomislava Čorića, ministra rada i mirovinskoga sustava, Katarinu Ivanković Knežević i mr. sc. Marka Pavića, državne tajnike u Ministarstvu rada i mirovinskoga sustava, te Marinka Papugu, pomoćnika ministra rada i mirovinskoga sustava.

**PREDSJEDNIK**

mr. sc. Andrej Plenković



**HRVATSKI SABOR**

KLASA: 021-12/17-09/20

URBROJ: 65-17-03

Zagreb, 3. travnja 2017.

04-04-2017

021-03/17-12/28

65-17-01

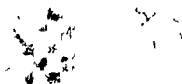
05

**VLADI REPUBLIKE HRVATSKE**

Na temelju članka 214. stavak 4. Poslovnika Hrvatskoga sabora u prilogu upućujem, radi davanja mišljenja, ***Izveštaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima za 2016. godinu***, koje je predsjedniku Hrvatskoga sabora sukladno odredbi članka 150. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima ("Narodne novine", broj 19/14 i 93/15), dostavio PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, aktom od 31. ožujka 2016. godine.

**PREDSJEDNIK**

  
**Božo Petrov**



OBVEZNI MIROVINSKI FONDOVI

**PBZ CROATIA**

OSIGURANJE REPUBLIKA HRVATSKA

65 - HRVATSKI SABOR  
ZAGREB, Trg Sv. Marka 6

Zagreb, 31.03.2017.

Broj: 80/17/KR

|                      |             |
|----------------------|-------------|
| Primljeno            | 03-04-2017  |
| Klasifikacija oznaka | Org. j-d    |
| 021-12/17-09/20      | 65          |
| Uredbeni broj        | Pril. Vrij. |
| 325-17-01            | 1 -         |

**HRVATSKI SABOR**

**Trg sv. Marka 6**

**10 000 Zagreb**

**n/r Predsjednika Hrvatskog sabora  
gospodina Božu Petrova**

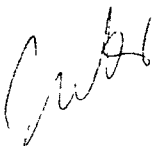
**Predmet: Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova PBZ CROATIA OSIGURANJE**

Poštovani,

Sukladno odredbi članka 150. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 19/2014, 93/15) PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, u privitku podnosi Hrvatskom saboru „Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojim upravlja PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima za 2016. godinu“.

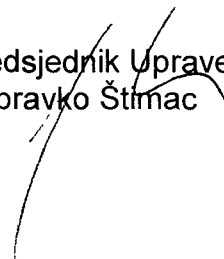
S poštovanjem,

Članica Uprave  
Renata Kašnjar-Putar



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

Predsjednik Uprave  
Dubravko Štimac



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

Sukladno odredbi članka 150. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 19/14, 93/15), (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 pod upravljanjem PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za 2016. godinu.

**Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova kojima upravlja  
PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim  
mirovinskim fondovima za 2016. godinu**

Ožujak, 2017.

**Sadržaj**

|       |                                                                                                  |    |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1     | Uvod.....                                                                                        | 3  |
| 2     | Informacije o Društvu i obveznim mirovinskim fondovima pod upravljanjem .....                    | 5  |
| 3     | Profil rizičnosti fondova kojima upravlja Društvo.....                                           | 7  |
| 3.1   | Upravljanje rizicima .....                                                                       | 7  |
| 3.1.1 | Rizici koji se kontinuirano prate.....                                                           | 7  |
| 3.1.2 | Mape rizika za fondove za 2016. godinu .....                                                     | 8  |
| 3.1.3 | Profil rizičnosti fondova .....                                                                  | 8  |
| 3.1.4 | Kretanje razina SPRU pokazatelja u 2016. za fondove pod upravljanjem Društva.....                | 9  |
| 3.1.5 | Ostali rizici.....                                                                               | 10 |
| 4     | Rezultati poslovanja PBZ CROATIA OSIGURANJE obveznih mirovinskih fondova u 2016. godini ..       | 11 |
| 4.1   | PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija A .....                              | 11 |
| 4.1.1 | Imovina fonda .....                                                                              | 11 |
| 4.1.2 | Struktura ulaganja.....                                                                          | 11 |
| 4.1.3 | Najznačajnija ulaganja .....                                                                     | 14 |
| 4.1.4 | Prinos i zarada fonda .....                                                                      | 15 |
| 4.1.5 | Članovi fonda .....                                                                              | 17 |
| 4.2   | PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija B.....                               | 18 |
| 4.2.1 | Imovina fonda .....                                                                              | 18 |
| 4.2.2 | Struktura ulaganja.....                                                                          | 18 |
| 4.2.3 | Najznačajnija ulaganja .....                                                                     | 21 |
| 4.2.4 | Prinos i zarada fonda .....                                                                      | 22 |
| 4.2.5 | Članovi fonda .....                                                                              | 23 |
| 4.3   | PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija C.....                               | 24 |
| 4.3.1 | Imovina fonda .....                                                                              | 24 |
| 4.3.2 | Struktura ulaganja.....                                                                          | 24 |
| 4.3.3 | Najznačajnija ulaganja .....                                                                     | 26 |
| 4.3.4 | Prinos i zarada fonda .....                                                                      | 27 |
| 4.3.5 | Članovi fonda .....                                                                              | 28 |
| 5     | Vrednovanje i metode procjene .....                                                              | 29 |
| 5.1   | Vrednovanje vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnom tržištu .. | 29 |

5.1.1 Vrednovanje dužničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnom tržištu ...30

5.1.2 Vrednovanje vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnom tržištu ...32

Prilog:

- „Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2016. godinu“ kojeg su zajednički pripremila sva mirovinska društva koja upravljaju obveznim mirovinskim fondovima u Republici Hrvatskoj.

## 1 Uvod

Sva tri fonda kojima Društvo upravlja ostvarila su i u 2016. godini vrlo dobre prinose za svoje članove, a Društvo je kontinuirano nastavilo s radom na unaprjeđenju organizacijskih zahtjeva u pogledu upravljanja imovinom članova s posebnim naglaskom na upravljanje rizicima.

Tijekom godine u Društvu je proveden postupak neposrednog nadzora Hrvatske agencija za nadzor financijskih usluga koji se naročito odnosio na dubinsku kontrolu upravljanja imovinom članova fonda, upravljanja rizicima, sustava IT podrške i sukladnosti.

Posebnu pažnju Društvo polaže na sustavno informiranje članova i trajnu edukaciju o sustavu kapitalizirane mirovinske štednje, izvršenje obveze održavanja i ažuriranja mrežne stranice sukladno odredbama Zakona i Pravilnika o promidžbi i ostalim informacijama za članove obveznih mirovinskih fondova. Na mrežnoj stranici objavljuju se dokumenti za Društvo i fondove koji uključuju: Informativne prospekte, statute, godišnje, tromjesečne i revidirane godišnje izvještaje fondova i Društva, sažetak investicijskog procesa, obavijesti o glasanjima na glavnim skupštinama društava čije dionice fondovi imaju u portfelju, mjesečnu strukturu ulaganja za svaki fond, popis ulaganja fondova, obavijesti članovima o pravnim i poslovnim događajima u vezi s Društvom koji bi mogli značajno utjecati na poslovanje, objavu podataka o transakcijama s povezanim društvima, informacije o identificiranom sukobu interesa, ostvarivanju strategije i ciljeva ulaganja, promjenama zakona i drugo.

Kako bi članovima omogućili što jednostavniji i brži pristup informacijama, na mrežnoj stranici Društva dostupne su informacije o stanju osobnog računa, trenutne vrijednosti obračunskih jedinica, kao i ostale informacije o fondovima. Osim toga, komunikacija s članovima uključuje i slanje godišnjeg izvješća o stanju na osobnom računu svakog pojedinog člana s osvrtom na poslovanje fonda te podacima o primljenim uplatama mirovinskih doprinosa na račun člana te uslugu kontakt centra.

Društvo je uredno i u izvršavanju obveze besplatnog stavljanja javnosti i svakoj zainteresiranoj osobi na raspolaganje Zakonom propisanih dokumenata u tiskanom obliku u prostorijama Društva i na prijamnim mjestima REGOS-a.

U okviru članstva u Udruzi društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava (UMFO), Društvo je aktivno sudjelovalo u nizu projekata te u realizaciji i koordinaciji kampanja u tiskanim medijima i Internet portalima s ciljem dizanja svijesti građana o važnosti i isplativosti štednje u 2. stupu i na promicanju financijske pismenosti.

Na dan 31.12.2016. godine ukupna imovina PBZ CROATIA OSIGURANJE obveznih mirovinskih fondova iznosila je 13.887.629.170,79 HRK, što je porast u toj godini za 1,9 milijarde HRK do kojeg je došlo zbog uplata doprinosa te ostvarenih prinosa. Tijekom godine članovima je zarađeno ukupno oko 1,08 milijardi HRK.

PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fondovi na dan 31.12.2016. godine imali su ukupno 325.436 članova što je porast u odnosu na zadnji dan prethodne godine za 13.845 članova.

U 2016. godini PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fondovi ostvarili su dobre prinose svojim članovima. Najveći fond kategorije B ostvario je prinos od 8,52%, fond kategorije A ostvario je prinos od 13,82%, a fond kategorije C prinos od 7,55%.



## **2 Informacije o Društvu i obveznim mirovinskim fondovima pod upravljanjem**

PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima registrirano je kao dioničko društvo pri Trgovačkom sudu u Zagrebu dana 28.09.2001. godine.

Sjedište Društva je u Zagrebu, Radnička cesta 44.

Osnivači Društva su PRIVREDNA BANKA ZAGREB d.d. te Croatia osiguranje d.d., značajni sudionici domaćeg tržišta u području bankarstva i osiguranja, svaki s udjelom od 50% u temeljnom kapitalu Društva koji iznosi 56.000.000,00 HRK.

Članovi Uprave Društva su Dubravko Štimac – predsjednik Uprave te Renata Kašnjar-Putar – članica Uprave. Članovi Nadzornog odbora u 2016. godine bili su: Ivana Đerek – predsjednica Nadzornog odbora, Matija Birov – zamjenik predsjednice Nadzornog odbora te Vančo Balen – član Nadzornog odbora.

U Društvu je na dan 31. prosinca 2016. godine zaposleno 25 radnika.

Depozitar mirovinskih fondova kojima Društvo upravlja je Addiko Bank d.d., Slavenska avenija 6, 10000 Zagreb, sukladno odobrenjima za obavljanje poslova depozitara izdanima od Hrvatske narodne banke (broj Z-1671/2003. od 16. prosinca 2009.) i Agencije (KLASA: UP/I-140-01/08-33/6, URBROJ: 326-113-08-5, od 11. rujna 2008.).

Ovlašteni revizor Društva za poslovnu 2016. godinu je KPMG Croatia d.o.o., Zagreb, Ivana Lučića 2a.

Rad Društva nadzire Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Agencija) temeljem odredbe članka 196. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima (NN 19/14, 93/15).

PBZ CROATIA OSIGURANJE d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima upravlja s tri fonda različite kategorije koji se međusobno razlikuju prema zakonskim dobnim ograničenjima članova, investicijskoj strategiji i ograničenjima ulaganja.

Obvezni mirovinski fondovi pod upravljanjem Društva su:

- PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija A, (dalje u tekstu: PBZCO OMF – kategorija A),
- PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija B, (dalje u tekstu: PBZCO OMF – kategorija B) te
- PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija C, (dalje u tekstu: PBZCO OMF – kategorija C).

PBZCO OMF – kategorija A osnovan je dana 30. svibnja 2014. godine Rješenjem Agencije, (Klasa:UP/I-140-01/14-32/7, Urbroj:326-443-14-6) te njime upravlja Društvo sukladno odredbama Zakona i usvojenim Načelima ulaganja i Statutom Fonda.

PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond osnovan je dana 05.11.2001. godine Rješenjem Agencije, (Klasa:UP/I 034-04/01-01/66, Urbroj:383-01-01-2), a dana 21. kolovoza 2014. godine postaje PBZCO OMF – kategorija B, temeljem odredbe članka 237. stavak (2) Zakona te Društvo njime upravlja sukladno Zakonu, usvojenim Načelima ulaganja i Statutom Fonda.

PBZCO OMF – kategorija C osnovan je dana 30. svibnja 2014. godine Rješenjem Agencije, (Klasa: UP/I-140-01/14-32/7, Urbroj: 326-443-14-6), Društvo njime upravlja sukladno odredbama Zakona, usvojenim Načelima ulaganja i Statutom Fonda.

### **3 Profil rizičnosti fondova kojima upravlja Društvo**

#### **3.1 Upravljanje rizicima**

Upravljanje rizicima jedna je od najznačajnijih 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 svom 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, sustava unutarnje revizije i upravljanja kontinuitetom poslovanja.

Društvo primjenjuje Sustav, Strategiju i Politiku upravljanja rizicima u svrhu procjene rizika povezanih s poslovanjem Društva i mirovinskih fondova pod upravljanjem Društva, poslovnim procesima, 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 svom poslovanju.

Profil rizičnosti promatra se kroz složenost procesa, čimbenike poslovne strategije i okruženja, ostvarene gubitke ili dobitke, kao i kroz procjene aktualne izloženosti rizicima.

##### **3.1.1 Rizici koji se kontinuirano prate**

U 2016. godini identificirani su, mjereni i/ili procjenjivani sljedeći rizici koji se odnose na Društvo ili mirovinske fondove pod upravljanjem Društva:

- Tržišni rizik
  - Rizik promjene cijene
  - Valutni rizik
  - Kamatni rizik
- Kreditni rizik
- Reputacijski rizik
- Rizik namire i rizik druge ugovorne strane
- Likvidnosni rizik
- Koncentracijski rizik
- Regulatorni rizik
- Rizik sukoba interesa.

### 3.1.2 Mape rizika za fondove za 2016. godinu

Sukladno zakonskoj regulativi Društvo izrađuje i redovno ažurira mape rizika kojima se procjenjuje ukupna značajnost svakog identificiranog rizika prema njegovoj učestalosti pojavljivanja i utjecaju koje može imati na Društvo ili fondove pod upravljanjem Društva.

Mapa rizika fondova A, B i C kategorije

|                       | PBZ CROATIA OSIGURANJE<br>OMF kategorije A | PBZ CROATIA OSIGURANJE<br>OMF kategorije B | PBZ CROATIA OSIGURANJE<br>OMF kategorije C |
|-----------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------|
|                       | Značajnost rizika 2016.<br>godine          | Značajnost rizika 2016.<br>godine          | Značajnost rizika 2016.<br>godine          |
| Kreditni rizik        | Visoka značajnost                          |                                            | Niska značajnost                           |
| Tržišni rizici        |                                            |                                            | Niska značajnost                           |
| Valutni rizik         |                                            |                                            | Niska značajnost                           |
| Kamatni rizik         |                                            |                                            |                                            |
| Rizik promjene cijene |                                            |                                            | Niska značajnost                           |
| Koncentracijski rizik | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           |
| Likvidnosni rizici    |                                            |                                            |                                            |
| Rizik namire          | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           |
| Operativni rizik      | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           |
| Regulatorni rizik     |                                            |                                            |                                            |
| Rizik sukoba interesa | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           |
| Rizik usklađenosti    | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           | Niska značajnost                           |

### 3.1.3 Profil rizičnosti fondova

Kako je rizik promjene cijene detektiran kao rizik najvišeg značaja, njegovo mjerenje ima najčešću frekvenciju i prati se kontinuirano. Za kvantitativno praćenje ovog rizika Društvo koristi globalno priznati pokazatelj SPRU<sup>1</sup> – sintetički pokazatelj rizičnosti i uspješnosti.

Ukupna razina rizika mjerena SPRU pokazateljem koje je Društvo propisalo za svaki od fondova je sljedeća:

Dozvoljene razine SPRU pokazatelja po vrstama fondova

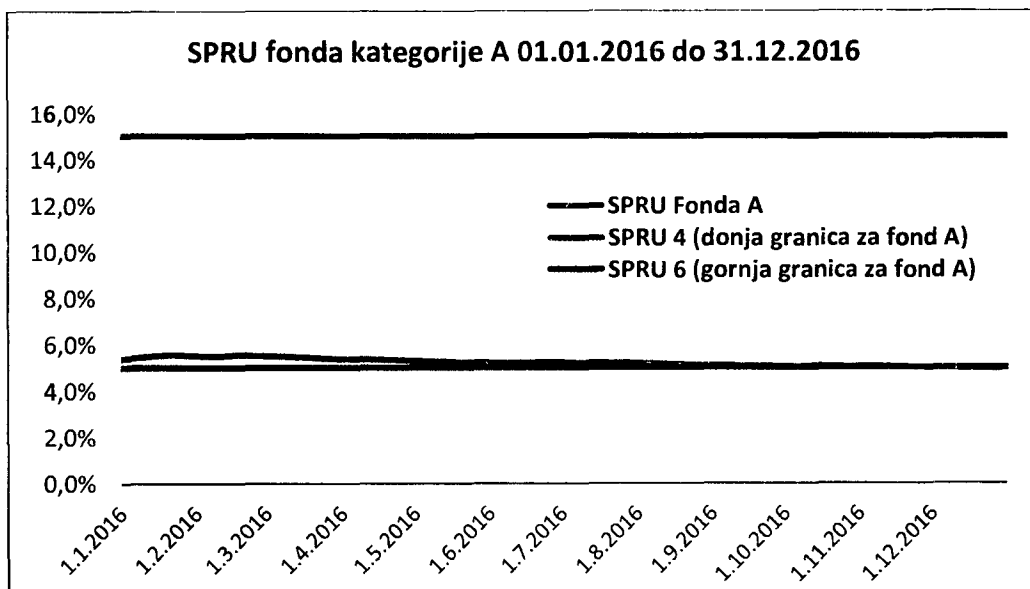
| FOND                     | RAZINA RIZIKA   | RAZINA SPRU |
|--------------------------|-----------------|-------------|
| PBZCO OMF – kategorija A | umjereno visoka | 4 - 5       |
| PBZCO OMF – kategorija B | umjerena        | 3 - 4       |
| PBZCO OMF – kategorija C | niska           | 2 - 3       |

<sup>1</sup> SPRU - sintetički pokazatelj rizičnosti i uspješnosti je definiran kao zorni pokazatelj rizičnosti Fonda. SPRU ima sedam razina, pri čemu najniža razina (1) predstavlja ulaganje s najmanjim rizikom i potencijalno najmanjim prinosom, a najveća razina (7) označava ulaganje visokog rizika s visokim potencijalnim prinosom. Metoda izračuna SPRU određena je smjernicama Committee of European Securities Regulators (CESR/10-673 od 01.07.2010.).

### 3.1.4 Kretanje razina SPRU pokazatelja u 2016. za fondove pod upravljanjem Društva

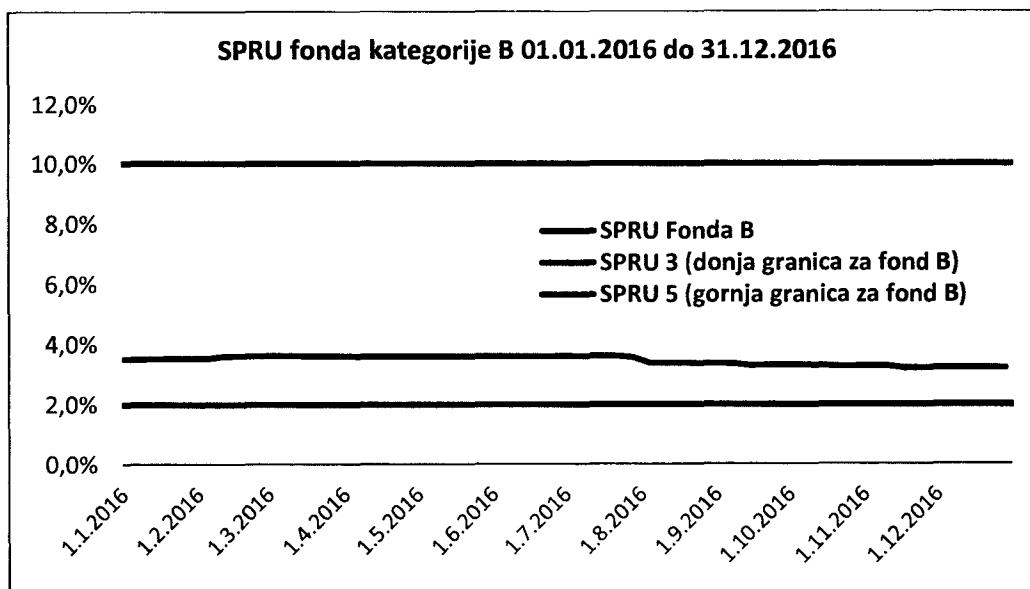
Društvo na tjednoj razini prati i mjeri razinu SPRU indikatora za svaki od fondova pod upravljanjem.

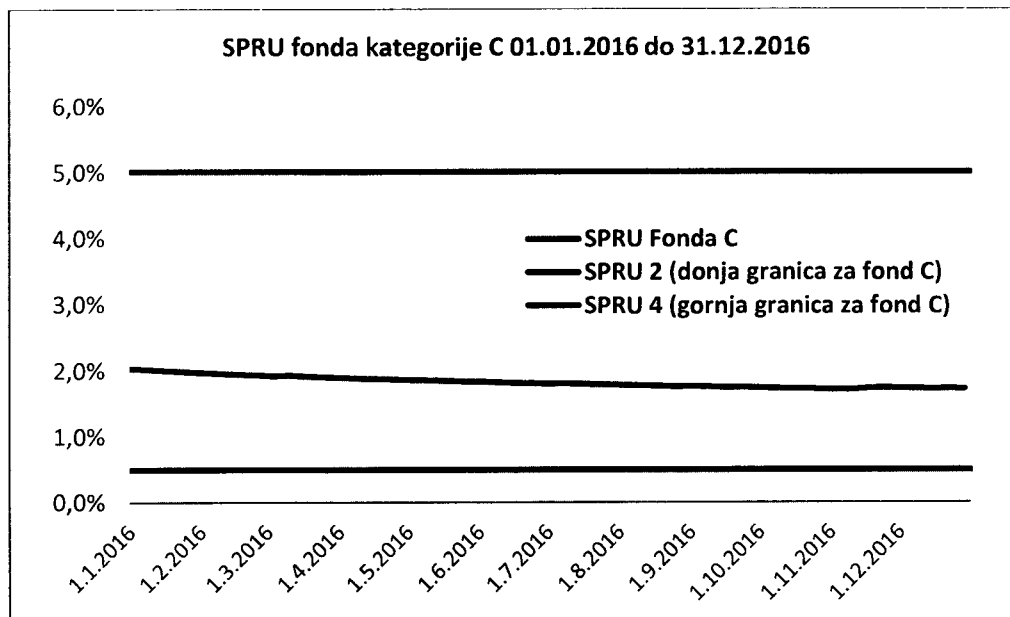
Kretanje SPRU pokazatelja u 2016. godini za PBZCO OMF – kategorija A



Iz prikazanih analiza vidljivo je da niti jedan fond pod upravljanjem Društva u niti jednom trenutku tijekom 2016. godine nije prekršio zadana ograničenja rizičnosti.

Kretanje SPRU pokazatelja u 2016. godini za PBZCO OMF – kategorija B



**Kretanje SPRU pokazatelja u 2016. godini za PBZCO OMF – kategorija C****3.1.5 Ostali rizici**

U 2016. godini zabilježen je pad kreditnih rizika u imovini portfelja. Kreditni rizici prate se na razini pojedinog financijskog instrumenta.

Rizik likvidnosti je i tijekom 2016. godine ostao na niskoj razini, kao i rizik namire.

Regulatornim rizikom je aktivno upravljano kroz implementaciju novih internih akata i procedura što je posljedica stupanja na snagu nove eksterne regulative.

Globalno makroekonomsko okruženje je tijekom 2016. godine dodatno poboljšano. Rast proizvodnje u razvijenim zemljama svijeta je značajan. U protekloj godini domaći bruto društveni proizvod je rastao, što ukazuje da su se rizici na makroekonomskom planu umanjili u odnosu na prethodno razdoblje.

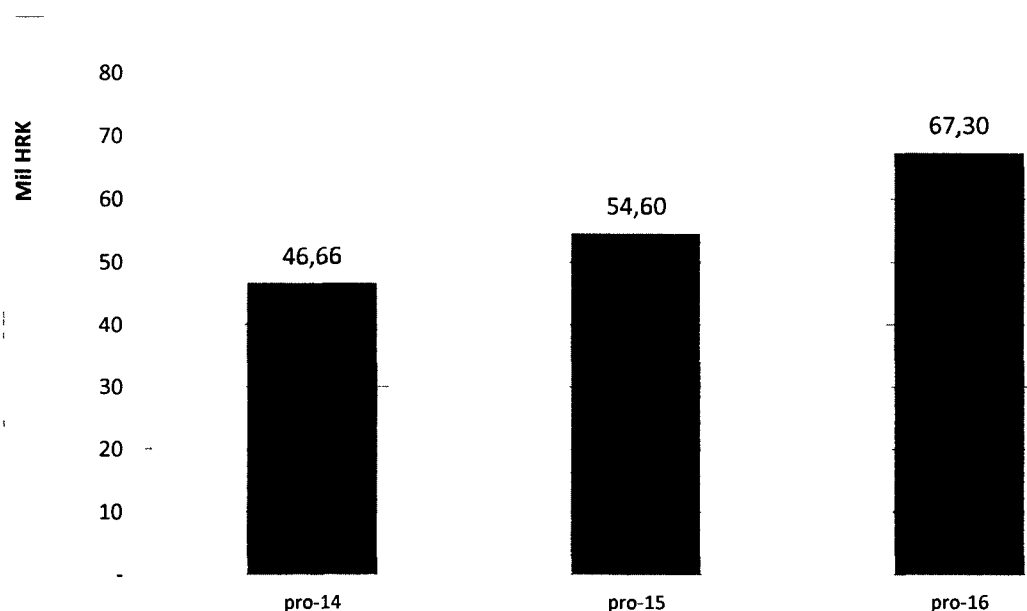
## 4 Rezultati poslovanja PBZ CROATIA OSIGURANJE obveznih mirovinskih fondova u 2016. godini

### 4.1 PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija A

#### 4.1.1 Imovina fonda

PBZCO OMF - kategorija A s radom je započeo 21.08.2014. Uvođenjem tri nove kategorije fonda, članovima je dana mogućnost odabira pa je imovina članova koji su odabrali fond PBZCO OMF - kategorija A na dan početka rada fonda iznosila 42.385.915,21 HRK. Neto imovina fonda na dan 31.12.2016. iznosila je 67.302.216,83 HRK što čini tržišni udio od 13,29%.

**Kretanje neto imovine fonda PBZCO OMF - kategorija A od osnivanja do kraja 2016. godine**



#### 4.1.2 Struktura ulaganja

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.

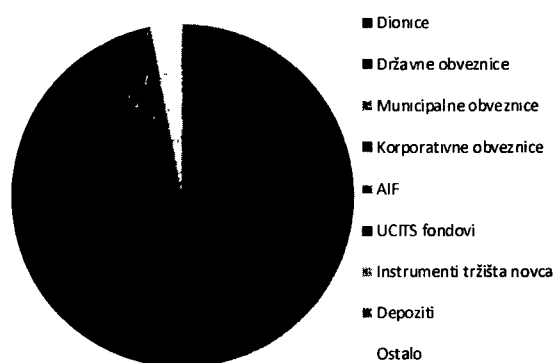
Ulaganjem imovine PBZCO OMF – kategorija A Društvo nastoji ostvariti kapitalni rast investicija, posebno vodeći računa o sigurnosti imovine, postupajući s pozornošću savjesnog gospodarstvenika isključivo u interesu članova.

Na dan 31.12.2016. najveći dio imovine 46,83% bio je uložen u dionice, u državne obveznice 43,02%, te u UCITS fondove 4,74%.

U nastavku je prikazana struktura ulaganja po klasama imovine, sektorskoj izloženosti, geografskoj izloženosti te valutna struktura na dan 31.12.2016.

#### Struktura ulaganja PBZCO OMF – kategorija A po klasama imovine na 31.12.2016.

| Klasa imovine             | Iznos (tis. HRK) | Udio u neto imovini |
|---------------------------|------------------|---------------------|
| Dionice                   | 31.517           | 46,83%              |
| Državne obveznice         | 28.953           | 43,02%              |
| Municipalne obveznice     | 0                | 0,00%               |
| Korporativne obveznice    | 4.288            | 6,37%               |
| AIF                       | 382              | 0,57%               |
| UCITS fondovi             | 3.189            | 4,74%               |
| Instrumenti tržišta novca | 0                | 0,00%               |
| Depoziti                  | 0                | 0,00%               |
| Ostalo                    | 2.119            | 3,15%               |



#### Izloženost imovine PBZCO OMF – kategorija A po gospodarskim sektorima na 31.12.2016.

| Gospodarski sektor         | Udio u imovini fonda |
|----------------------------|----------------------|
| Državni i lokalni sektor   | 41,10%               |
| Opcionalna potrošačka roba | 19,82%               |
| Osnovna potrošačka roba    | 11,49%               |
| Financije                  | 6,61%                |
| Industrija                 | 5,75%                |
| Zdravstvo                  | 3,95%                |
| Komunalne usluge           | 3,27%                |
| Informacijske tehnologije  | 0,86%                |
| Telekomunikacije           | 0,54%                |
| Energija                   | 0,32%                |
| Materijali                 | 0,29%                |
| Ostalo                     | 6,00%                |



**Geografska struktura imovine fonda PBZCO OMF - kategorija A po regijama na 31.12.2016.**

| <b>Geografska regija</b> | <b>Udio u imovini fonda</b> |
|--------------------------|-----------------------------|
| Europa                   | 96,54%                      |
| Sjeverna Amerika         | 3,43%                       |
| Ostalo                   | 0,04%                       |

**Valutna struktura imovine fonda PBZCO OMF – kategorija A na 31.12.2016.**

| <b>Valuta</b> | <b>Udio u neto imovini</b> |
|---------------|----------------------------|
| HRK           | 52,21%                     |
| EUR           | 35,54%                     |
| USD           | 12,25%                     |

**Udio 10 najvećih pojedinačnih pozicija u imovini fonda PBZCO OMF - kategorija A na 31.12.2016.****Udio 10 najvećih pozicija u neto imovini**

| <b>Vrijednosni papir</b>                                | <b>Udio u neto imovini</b> |
|---------------------------------------------------------|----------------------------|
| RHMF-O-26CA, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 11,32%                     |
| PODR-R-A, PODRAVKA d.d.                                 | 6,06%                      |
| FNOI-D-181A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,88%                      |
| FNOI-D-187A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,81%                      |
| FNOI-D-191A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,76%                      |
| FNOI-D-197A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,68%                      |
| ARNT-R-A, ARENATURIST d.d.                              | 4,11%                      |
| HTPK-R-A, HTP KORČULA d.d.                              | 3,64%                      |
| CRO 5,5%23USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA | 3,42%                      |
| FNOI-D-177A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 3,21%                      |

#### 4.1.3 Najznačajnija ulaganja

Pozicije s udjelom u neto imovini većim od 1% fonda PBZCO OMF – kategorija A na 31.12.2016.

| Pozicije s udjelom u neto imovini većim od 1%           |                     |
|---------------------------------------------------------|---------------------|
| Vrijednosni papir                                       | Udio u neto imovini |
| RHMF-O-26CA, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINANCIA   | 11,32%              |
| PODR-R-A, PODRAVKA d.d.                                 | 6,06%               |
| FNOI-D-181A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,88%               |
| FNOI-D-187A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,81%               |
| FNOI-D-191A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,76%               |
| FNOI-D-197A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 4,68%               |
| ARNT-R-A, ARENATURIST d.d.                              | 4,11%               |
| HTPK-R-A, HTP KORČULA d.d.                              | 3,64%               |
| CRO 5,5%23USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINANCIA | 3,42%               |
| FNOI-D-177A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 3,21%               |
| FNOI-D-171A, FOND ZA NAKNADU ODUZETE IMOVINE            | 3,21%               |
| CRO 6,0%24USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINANCIA | 2,72%               |
| SLPF-R-A, SLAVONSKI ZATVORENI INVESTICIJSKI FOND d.d.   | 2,46%               |
| LKRI-R-A, LUKA RIJEKA d.d.                              | 2,36%               |
| UQA AV, UNIQA INSURANCE GROUP AG                        | 2,34%               |
| HEP 2022 USD, HRVATSKA ELEKTROPRIVREDA d.d.             | 2,28%               |
| SPY US, SPDR TRUST                                      | 2,19%               |
| ATGR-R-A, ATLANTIC GRUPA d.d.                           | 2,13%               |
| KRKG SV, KRKA d.d.                                      | 2,13%               |
| PETG SV, PETROL d.d. LJUBLJANA                          | 2,01%               |
| LRHC-R-A, FTB TURIZAM d.d.                              | 1,90%               |
| HP-O-19BA, HRVATSKA POŠTA d.d.                          | 1,87%               |
| JMNC-R-A, JAMNICA d.d.                                  | 1,86%               |
| JDGL-O-20CA, JADRAN-GALENSKI LABORATORIJ d.d.           | 1,86%               |
| HPB-R-A, HRVATSKA POŠTANSKA BANKA d.d.                  | 1,68%               |
| ZVTG SV, ZAVAROVALNICA TRIGLAV d.d.                     | 1,67%               |
| AUHR-R-A, AUTO-HRVATSKA d.d.                            | 1,65%               |
| VOO US, THE VANGUARD GROUP                              | 1,51%               |
| ADPL-R-A, AD PLASTIK d.d.                               | 1,44%               |
| KOEI-R-A, KONČAR d.d.                                   | 1,22%               |
| GRVG SV, GORENJE D.D.                                   | 1,21%               |
| XDAX GT, DB PLATINUM ADVISORS                           | 1,04%               |
| PLAG-R-A, PLAVA LAGUNA d.d.                             | 1,04%               |

Na tržištu korporativnih obveznica u 2016. godini PBZCO OMF - kategorija A sudjelovao je u izdanju korporativnih obveznica izdavatelja Zagrebački holding d.o.o. sudjelujući u ukupnom izdanju od 1,8 mlrd. HRK s oko 238 tisuća HRK. Udio korporativnih obveznica na kraju 2016. godine iznosio je 6,37% imovine fonda.

Tijekom 2016. godine nastavlja se sudjelovanje hrvatskih mirovinskih fondova na tržištima državnih dužničkih vrijednosnih papira. PBZCO OMF - kategorija A je sudjelovao u jednom od dva izdanja državnih obveznica Republike Hrvatske. Na domaćem tržištu u ožujku 2016. godine izdana je druga

tranša obveznice RHMF-O-26CA u iznosu u iznosu 4 mlrd. HRK pri čemu je fond kategorije A upisao 4,2 mil. HRK. U srpnju 2016. godine, također na domaćem tržištu, izdano je 6 mlrd. HRK obveznice RHMF-O-217A. Na navedenom izdanju fond kategorije A nije sudjelovao zbog potpune investiranosti fonda. Jedino izdanje koje je država planirala u 2016. godini na inozemnom tržištu je bilo odgođeno.

Iako je 2015. godina bila značajna po pitanju financiranja domaćih kompanija putem tržišta kapitala, u 2016. godini broj dokapitalizacija se smanjio. Od značajnijih se ističe dokapitalizacija društva HTP Korčula d.d. u rujnu 2016. u ukupnom iznosu od oko 36 mil. HRK. U ovoj dokapitalizaciji je PBZCO OMF - kategorija A sudjelovao s 1,72 mil. HRK. Na sekundarnom tržištu, PBZCO OMF - kategorija A je bio aktivan i povećao izloženost domaćim dionicama ulaganjima u dionice društva Arenaturist d.d., AD Plastik d.d., HPB d.d. te FTB Turizam d.d. Domaće dioničko tržište je u drugoj polovici 2016. godine ostvarilo snažan oporavak te je dionički indeks CROBEX godinu završio s rastom višim od 18%. Izloženost domaćem dioničkom tržištu se zbog novih ulaganja te rasta vrijednosti povećala sa 17,91% NAV-a, koliko je iznosila na kraju 2015. godine, na 29,9% NAV-a na kraju 2016. godine.

Tijekom 2016. godine PBZCO OMF - kategorija A bio je aktivan i na inozemnim dioničkim tržištima. Izloženost je stjecao putem ETF-ova, korištenjem kvantitativnih modela te pojedinačnim izborom dionica.

#### **4.1.4 Prinos i zarada fonda**

Od početka rada do kraja 2016. godine fond PBZCO OMF – kategorija A ostvario je anualizirani prinos<sup>2</sup> od 12,07%, dok je u 2016. godini ostvaren prinos od 13,82%. Prema podacima Državnog zavoda za statistiku, godišnja stopa promjene inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena za 2016. godinu iznosi -1,1% što daje realni prinos<sup>3</sup> fonda PBZCO OMF - kategorija A u 2016. godini od 15,08%.

Neto imovina na dan 31.12.2016. iznosila je 67.302.216,83 HRK, ukupne uplate u fond PBZCO OMF – kategorija A u 2016. godini iznosile su 5.638.417,76 HRK dok je u 2016. godini isplaćeno kroz zatvaranje računa 971.300,36 HRK, što znači da je PBZCO OMF – kategorija A svojim članovima zaradio 8.033.075,33 HRK. U nastavku je prikazana zarada po klasama imovine u 2016. godini.

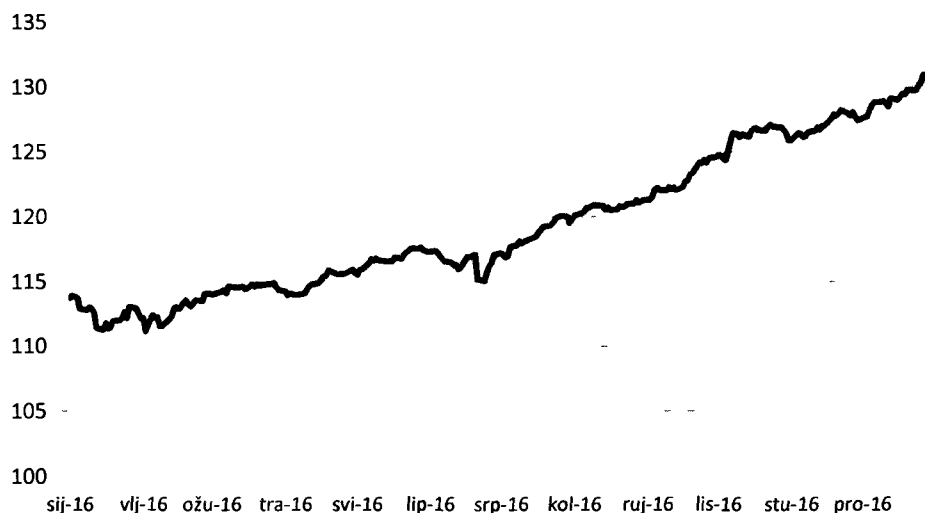
<sup>2</sup> Anualizirani prinos predstavlja prosječni prinos ostvaren na godišnjoj razini koji je fond ostvario od osnivanja, a izračunava se kao geometrijski prosjek prinosa u razdoblju.

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

**Zarada po klasama imovine za PBZCO OMF – kategorije A za 2016. godinu**

| <b>Klase imovine</b>           | <b>Zarada u HRK</b> | <b>Prosječni udio u imovini<sup>4</sup></b> |
|--------------------------------|---------------------|---------------------------------------------|
| Domaće dionice                 | 4.244.066,82        | 20,81%                                      |
| Strane dionice                 | 74.270,35           | 21,38%                                      |
| Domaće obveznice               | 3.210.895,31        | 51,01%                                      |
| Instrumenti novčanog tržišta   | 2.382,45            | 1,02%                                       |
| Ostalo                         | 767.686,65          | 5,77%                                       |
| Ukupna zarada prije naknada    | 8.299.301,58        | 100,00%                                     |
| <b>Ukupna zarada članovima</b> | <b>8.033.075,33</b> |                                             |

Ukupna zarada članovima dobiva se oduzimanjem naknada Društvu i Skrbniku koje za 2016. godinu iznose 266.226,25 HRK. Upravljačka naknada iz koje se plaća i naknada REGOS-u iznosi 248.438,27 HRK dok skrbnička naknada iznosi 17.787,98 HRK.

**Kretanje vrijednosti obračunske jedinice PBZCO OMF - kategorija A u 2016. godini**

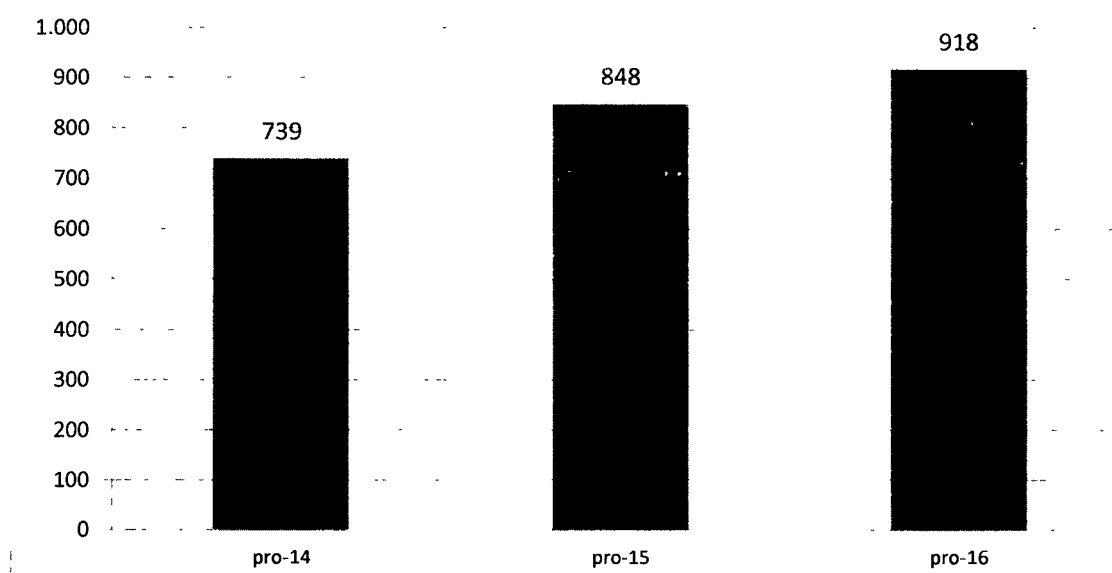
<sup>4</sup> Prosječni udio u imovini računa se kao aritmetički prosjek udjela u imovini na dnevnoj bazi.

#### 4.1.5 Članovi fonda

Kategorija fonda A namijenjena 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.

Na dan 31.12.2016. u fondu PBZCO OMF - kategorija A nalazilo se 918 članova, što čini tržišni udio od 17,10%.

##### Kretanje broja članova PBZCO OMF - kategorija A

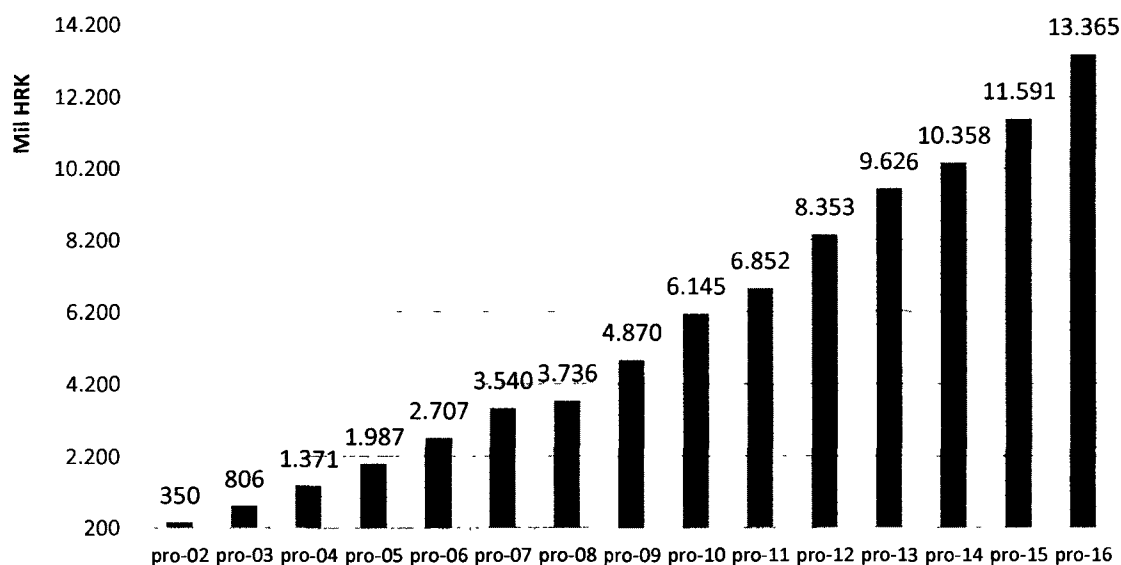


## 4.2 PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija B

### 4.2.1 Imovina fonda

PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond osnovan je dana 05.11.2001., a stupanjem na snagu Zakona postaje PBZCO OMF - kategorija B s ukupnom neto imovinom na dan 31.12.2016. u iznosu od 13.365.437.280,88 HRK, što čini tržišni udio od 16,58%.

**Neto imovina fonda PBZCO OMF - kategorija B od osnivanja do kraja 2016. godine**



### 4.2.2 Struktura ulaganja

Investicijski ciljevi PBZCO OMF – kategorija B su očuvanje i rast vrijednosti uložених 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.

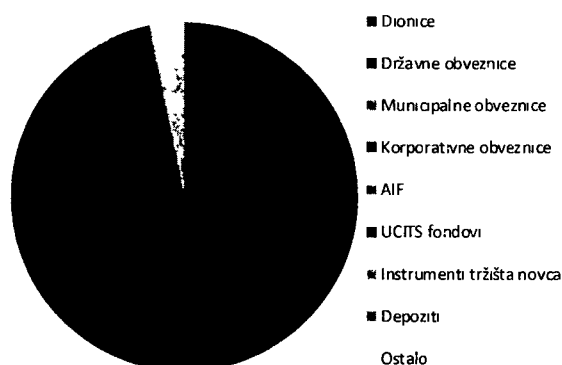
Društvo upravlja imovinom PBZCO OMF – kategorija B pozornošću savjesnog gospodarstvenika, isključivo u interesu članova fonda, posebno vodeći brigu o sigurnosti imovine fonda ali i o profitabilnosti ulaganja.

Na dan 31.12.2016. najveći udio imovine, 64,39% bio je investiran u državne obveznice, 25,12% investirano je u dionice te u UCITS fondove 3,99%.

Za fond PBZCO OMF – kategorija B u nastavku je prikazana je struktura ulaganja po klasama imovine, sektorskoj izloženosti, geografskoj izloženosti te valutna struktura na dan 31.12.2016.

**Struktura ulaganja PBZCO OMF - kategorija B po klasama imovine na 31.12.2016.**

| Klasa imovine             | Iznos (tis. HRK) | Udio u neto imovini |
|---------------------------|------------------|---------------------|
| Dionice                   | 3 357.944        | 25,12%              |
| Državne obveznice         | 8 605.551        | 64,39%              |
| Municipalne obveznice     | 0                | 0,00%               |
| Korporativne obveznice    | 354.018          | 2,65%               |
| AIF                       | 89.221           | 0,67%               |
| UCITS fondovi             | 533 213          | 3,99%               |
| Instrumenti tržišta novca | 0                | 0,00%               |
| Depoziti                  | 0                | 0,00%               |
| Ostalo                    | 434.447          | 3,25%               |



**Izloženost imovine PBZCO OMF - kategorija B gospodarskim sektorima na 31.12.2016.**

| Gospodarski sektor         | Udio u imovini fonda |
|----------------------------|----------------------|
| Državni i lokalni sektor   | 65,54%               |
| Osnovna potrošačka roba    | 6,73%                |
| Financije                  | 4,70%                |
| Industrija                 | 4,16%                |
| Zdravstvo                  | 4,06%                |
| Komunalne usluge           | 2,63%                |
| Informacijske tehnologije  | 2,10%                |
| Telekomunikacije           | 2,06%                |
| Opcionalna potrošačka roba | 1,84%                |
| Energija                   | 1,66%                |
| Materijali                 | 0,19%                |
| Ostalo                     | 4,32%                |

**Geografska struktura po regijama imovine PBZCO OMF - kategorija B na 31.12.2016.**

| Geografska regija | Udio u imovini fonda |
|-------------------|----------------------|
| Europa            | 96,81%               |
| Sjeverna Amerika  | 2,61%                |
| Azija             | 0,48%                |
| Ostalo            | 0,10%                |

**Valutna struktura imovine PBZCO OMF - kategorija B na 31.12.2016.**

| <b>Valuta</b> | <b>Udio u neto imovini</b> |
|---------------|----------------------------|
| HRK           | 49,46%                     |
| EUR           | 36,56%                     |
| USD           | 13,24%                     |
| SEK           | 0,73%                      |

**Udio 10 najvećih pojedinačnih pozicija u imovini PBZCO OMF - kategorija B na 31.12.2016.**

| <b>Udio 10 najvećih pozicija u neto imovini</b>         |                            |
|---------------------------------------------------------|----------------------------|
| <b>Vrijednosni papir</b>                                | <b>Udio u neto imovini</b> |
| RHMF-O-247E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 13,20%                     |
| RHMF-O-26CA, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 9,78%                      |
| RHMF-O-203E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 7,33%                      |
| RHMF-O-257A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 5,34%                      |
| RHMF-O-227E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 4,58%                      |
| RHMF-O-172A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 4,55%                      |
| CRO 5,5%23USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA | 3,62%                      |
| KRKG SV, KRKA d.d.                                      | 3,57%                      |
| PODR-R-A, PODRAVKA d.d.                                 | 2,63%                      |
| CRO 6,0%24USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA | 2,42%                      |

**Pozicije s udjelom u neto imovini PBZCO OMF - kategorija B većim od 1% na 31.12.2016.**

| <b>Pozicije s udjelom u neto imovini većim od 1%</b>      |                            |
|-----------------------------------------------------------|----------------------------|
| <b>Vrijednosni papir</b>                                  | <b>Udio u neto imovini</b> |
| RHMF-O-247E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 13,20%                     |
| RHMF-O-26CA, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 9,78%                      |
| RHMF-O-203E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 7,33%                      |
| RHMF-O-257A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 5,34%                      |
| RHMF-O-227E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 4,58%                      |
| RHMF-O-172A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 4,55%                      |
| CRO 5,5%23USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 3,62%                      |
| KRKG SV, KRKA d.d.                                        | 3,57%                      |
| PODR-R-A, PODRAVKA d.d.                                   | 2,63%                      |
| CRO 6,0%24USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 2,42%                      |
| CRO 3,00%25EUR, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA  | 2,34%                      |
| RHMF-O-178A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 2,29%                      |
| KOEI-R-A, KONČAR d.d.                                     | 2,17%                      |
| RHMF-O-198A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 2,15%                      |
| HEP 2022 USD, HRVATSKA ELEKTROPRIVREDA d.d.               | 1,91%                      |
| ZVTG SV, ZAVAROVALNICA TRIGLAV d.d.                       | 1,90%                      |
| HT-R-A, HRVATSKI TELEKOM d.d.                             | 1,78%                      |
| RHMF-O-217A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 1,56%                      |
| INA-R-A, INA d.d.                                         | 1,44%                      |
| ZB PLUS, ZB INVEST d.o.o.                                 | 1,42%                      |
| RHMF-O-203A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 1,38%                      |
| LEDO-R-A, LEDO d.d.                                       | 1,35%                      |
| CRO 6,375%21USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA | 1,19%                      |



#### 4.2.3 Najznačajnija ulaganja

Na tržištu korporativnih obveznica u 2016. godini, PBZCO OMF - kategorija B sudjelovao je u izdanju korporativnih obveznica u vrijednosti 200 mil. HRK izdavatelja Atlantic grupa d.d. s 5 mil. HRK, te u izdanju korporativnih obveznica društva Zagrebački holding d.o.o. sudjelujući u ukupnom izdanju od 1,8 mlrd. HRK s oko 47,7 mil. HRK. Na sekundarnom tržištu kupljeno je 9 mil. USD korporativnih obveznica izdavatelja Hrvatska elektroprivreda d.d. Udio korporativnih obveznica tokom 2016. godine povećan je s 1,90% na 2,65% NAV-a.

Tijekom 2016. godine nastavlja se sudjelovanje hrvatskih mirovinskih fondova na tržištima državnih dužničkih vrijednosnih papira. PBZCO OMF - kategorija B je sudjelovao u oba izdanja državnih obveznica Republike Hrvatske. Na domaćem tržištu u ožujku 2016. godine izdana je druga tranša obveznice RHMF-O-26CA u iznosu u iznosu 4 mlrd. HRK pri čemu je fond kategorije B upisao 686,6 mil. HRK. U srpnju 2016. godine, također na domaćem tržištu, izdano je 6 mlrd. HRK obveznice RHMF-O-217A. Na navedenom izdanju fond kategorije B upisao je 200 mil. HRK. Jedino izdanje koje je država planirala u 2016. godini na inozemnom tržištu je bilo odgođeno.

Iako je 2015. godina bila značajna po pitanju financiranja domaćih kompanija putem tržišta kapitala, u 2016. godini broj dokapitalizacija se smanjio. Od značajnijih se ističe dokapitalizacija društva HTP Korčula d.d. u rujnu 2016., u ukupnom iznosu od oko 36 mil. HRK. U ovoj dokapitalizaciji je PBZCO OMF - kategorija B sudjelovao s 6,38 mil. HRK. Nekoliko mjeseci prije dokapitalizacije održana je javna dražba na kojoj je Republika Hrvatska tj. Centar za restrukturiranje i prodaju prodavao 24,78% udjela u kompaniji. Na navedenoj dražbi fond kategorije B je kupio dionica u vrijednosti 13,93 mil. HRK. Država je u srpnju objavila poziv za iskazivanje interesa i dostavu obvezujućih ponuda za kupnju dionica društva Končar – Elektroindustrija d.d. prema kojem je prodavala oko 20% svog udjela pri čemu je fond kategorije B kupio dionice u vrijednosti 112,8 mil. HRK.

Na sekundarnom tržištu PBZCO OMF - kategorija B je bio aktivan i povećao izloženost domaćim dionicama ulaganjima u dionice društva Podravka d.d., Arenaturist d.d., Jamnica d.d., Zagrebačka burza d.d. Domaće dioničko tržište je u drugoj polovici 2016. godine ostvarilo snažan oporavak te je dionički indeks CROBEX godinu završio s rastom višim od 18%. Izloženost domaćem dioničkom tržištu se zbog novih ulaganja te rasta vrijednosti povećala s 13,29% NAV-a, koliko je iznosila na kraju 2015. godine, na 14,60% NAV-a na kraju 2016. godine.

Tijekom 2016. godine PBZCO OMF - kategorija B je bio aktivan i na inozemnim dioničkim tržištima. Izloženost je stjecao putem ETF-ova, UCITS fondova, korištenjem kvantitativnih modela te pojedinačnim izborom dionica.

#### 4.2.4 Prinos i zarada fonda

Od početka rada do kraja 2016. godine fond PBZCO OMF - kategorija B ostvario je anualizirani prinos<sup>5</sup> od 5,47%. U 2016. godini fond PBZCO OMF - kategorija B ostvario je prinos od 8,52%. Prema podacima Državnog zavoda za statistiku, godišnja stopa promjene inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena za 2016. godinu iznosi -1,1% što daje realni prinos<sup>6</sup> fonda PBZCO OMF kategorija - B u 2016. godini od 9,73%.

Neto imovina na dan 31.12.2016. iznosila je 13.365.437.280,88 HRK, ukupne uplate u fond PBZCO OMF- kategorija B u 2016. godini iznosile su 914.880.086,91 HRK, dok je u 2016. godini isplaćeno kroz zatvaranje računa 182.336.031,91 HRK što znači da je fond svojim članovima zaradio 1.042.301.964,15 HRK.

##### Zarada po klasama imovine za fond PBZCO OMF kategorija – B za 2016. godinu

| Klase imovine                      | Zarada u HRK            | Prosječni udio u imovini <sup>7</sup> |
|------------------------------------|-------------------------|---------------------------------------|
| Domaće dionice                     | 241.549.803,48          | 13,60%                                |
| Strane dionice                     | 88.447.710,11           | 16,17%                                |
| Domaće obveznice                   | 969.827.238,59          | 66,39%                                |
| Instrumenti novčanog tržišta       | 537.238,59              | 0,91%                                 |
| Ostalo                             | 26.763.030,91           | 2,93%                                 |
| <b>Ukupna zarada prije naknada</b> | <b>1.096.703.539,64</b> | <b>100,00%</b>                        |
| <b>Ukupna zarada članovima</b>     | <b>1.042.301.964,15</b> |                                       |

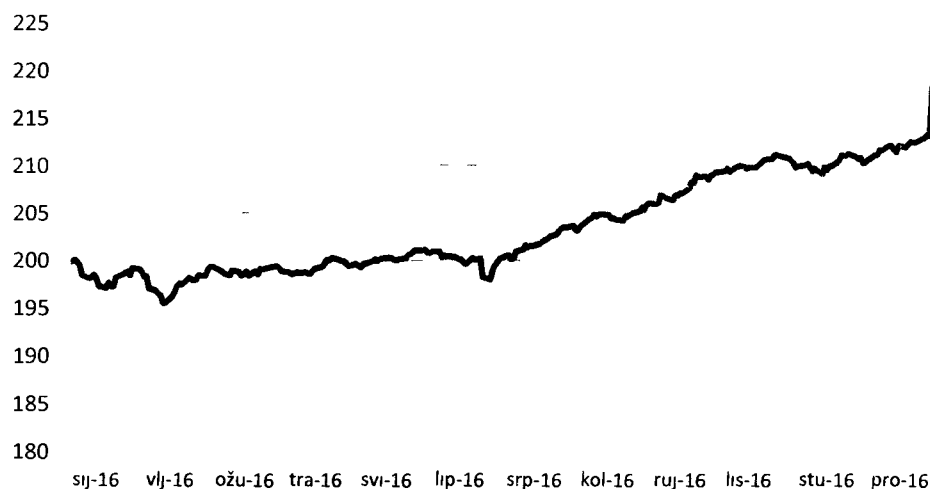
Ukupna zarada članovima dobiva se oduzimanjem naknada Društvu i Skrbniku koje iznose za 2016. godinu 54.401.575,49 HRK. Upravljačka naknada iz koje se plaća i naknada REGOS-u iznosi 50.766.726,35 HRK, dok skrbnička naknada iznosi 3.634.849,14 HRK.

<sup>5</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>6</sup> Stopa realnog prinosa mirovinskog fonda predstavlja nominalni prinos mirovinskog fonda deflacioniran stopom inflacije potrošačkih cijena a računa se prema formuli  $(1 + \text{realni prinos}) * (1 + \text{stopa inflacije}) = (1 + \text{nominalni prinos})$ .

<sup>7</sup> Prosječni udio u imovini računa se kao aritmetički prosjek udjela u imovini na dnevnoj bazi.

#### Kretanje vrijednosti obračunske jedinice PBZCO OMF - kategorija B u 2016. godini

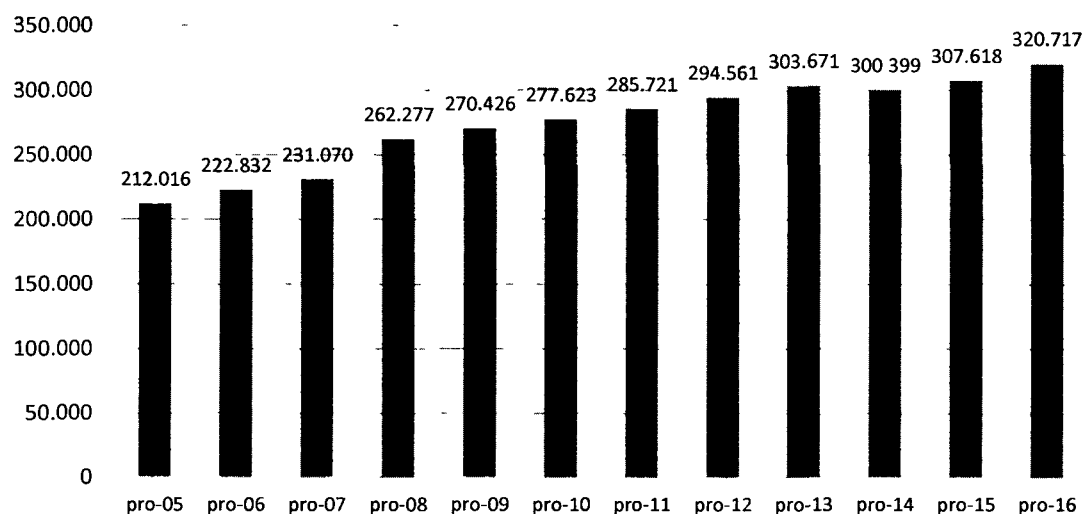


#### 4.2.5 Članovi fonda

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 silom odredbe članka 96. stavak (1) na dan kada ispuni uvjet da do referentnog dana ima manje od deset godina.

Na dan 31.12.2016. u fondu PBZCO OMF – kategorija B nalazilo se 320.717 članova, što čini tržišni udio od 18,27%.

#### Kretanje broja članova fonda PBZCO OMF - kategorija B od osnivanja do 31.12.2016. godine

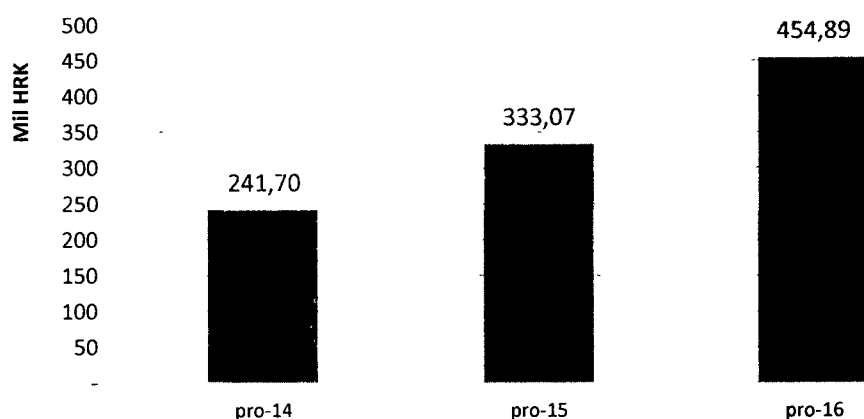


### 4.3 PBZ CROATIA OSIGURANJE obvezni mirovinski fond – kategorija C

#### 4.3.1 Imovina fonda

PBZCO OMF – kategorija C s radom je započeo 21.08.2014. Imovina članova koji su odabrali fond PBZCO OMF – kategorija C ili su raspoređeni silom Zakona po članku 96. stavak (2), iznosila je na dan 31.12.2016. godine 454.889.673,09 HRK, što čini tržišni udio od 14,92%.

**Neto imovina fonda PBZCO OMF - kategorija C od osnivanja do kraja 2016. godine**



#### 4.3.2 Struktura ulaganja

Osnovni investicijski ciljevi PBZCO OMF – kategorija C su očuvanje vrijednosti imovine, ostvarenje optimalnog prinosa uz nizak stupanj rizika te visoku razinu likvidnosti usklađenu 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.

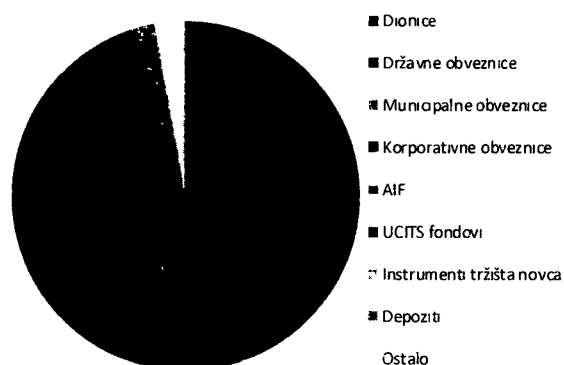
Imovina PBZCO OMF – kategorija C ulaže se na način da bude ročno usklađena s obvezama mirovinskog fonda.

Na dan 31.12.2016. najveći dio imovine, 87,67%, bio je uložen u državne obveznice, u korporativne obveznice 7,40% te u UCITS fondove 2,48%.

Za fond PBZCO OMF – kategorija C u nastavku je prikazana struktura ulaganja po klasama imovine, sektorskoj izloženosti te valutna struktura na dan 31.12.2016.

**Struktura ulaganja PBZCO OMF - kategorija C po klasama imovine na 31.12.2016.**

| Klasa imovine             | Iznos (tis. HRK) | Udio u neto imovini |
|---------------------------|------------------|---------------------|
| Dionice                   | 0                | 0,00%               |
| Državne obveznice         | 398.786          | 87,67%              |
| Municipalne obveznice     | 0                | 0,00%               |
| Korporativne obveznice    | 33.675           | 7,40%               |
| AIF                       | 0                | 0,00%               |
| UCITS fondovi             | 11.264           | 2,48%               |
| Instrumenti tržišta novca | 0                | 0,00%               |
| Depoziti                  | 0                | 0,00%               |
| Ostalo                    | 13.129           | 2,89%               |

**Izloženost imovine PBZCO OMF – kategorija C prema gospodarskim sektorima na 31.12.2016.**

| Gospodarski sektor         | Udio u imovini fonda |
|----------------------------|----------------------|
| Državni i lokalni sektor   | 88,66%               |
| Komunalne usluge           | 4,33%                |
| Zdravstvo                  | 1,67%                |
| Opcionalna potrošačka roba | 1,37%                |
| Financije                  | 0,91%                |
| Ostalo                     | 3,05%                |

**Geografska struktura po regijama imovine PBZCO OMF – kategorija C na 31.12.2016.**

| Regija | Udio u imovini fonda |
|--------|----------------------|
| Europa | 100,00%              |

**Valutna struktura imovine PBZCO OMF – kategorija C na 31.12.2016.**

| Valuta | Udio u neto imovini |
|--------|---------------------|
| HRK    | 69,54%              |
| EUR    | 23,92%              |
| USD    | 6,54%               |

Udio 10 najvećih pojedinačnih pozicija u imovini PBZCO OMF - kategorija C na 31.12.2016.

**Udio 10 najvećih pozicija u neto imovini**

| <b>Vrijednosni papir</b>                                  | <b>Udio u neto imovini</b> |
|-----------------------------------------------------------|----------------------------|
| RHMF-O-26CA, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 16,35%                     |
| RHMF-O-257A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 10,32%                     |
| RHMF-O-217A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 9,63%                      |
| RHMF-O-198A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 9,33%                      |
| RHMF-O-187A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 8,05%                      |
| CRO 3.875%22EUR, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA | 7,22%                      |
| RHMF-O-203E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 6,51%                      |
| CRO 3.00%25EUR, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA  | 6,19%                      |
| CRO 6.0%24USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 3,33%                      |
| HEP 2022 USD, HRVATSKA ELEKTROPRIVREDA d.d.               | 2,59%                      |

Pozicije s udjelom u neto imovini PBZCO OMF – kategorija C većim od 1% na 31.12.2016.

**Pozicije s udjelom u neto imovini većim od 1%**

| <b>Vrijednosni papir</b>                                  | <b>Udio u neto imovini</b> |
|-----------------------------------------------------------|----------------------------|
| RHMF-O-26CA, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 16,35%                     |
| RHMF-O-257A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 10,32%                     |
| RHMF-O-217A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 9,63%                      |
| RHMF-O-198A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 9,33%                      |
| RHMF-O-187A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 8,05%                      |
| CRO 3.875%22EUR, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA | 7,22%                      |
| RHMF-O-203E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 6,51%                      |
| CRO 3.00%25EUR, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA  | 6,19%                      |
| CRO 6.0%24USD, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA   | 3,33%                      |
| HEP 2022 USD, HRVATSKA ELEKTROPRIVREDA d.d.               | 2,59%                      |
| RHMF-O-247E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 2,55%                      |
| RHMF-O-203A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 2,37%                      |
| ZB PLUS, ZB INVEST d.o.o.                                 | 2,22%                      |
| RHMF-O-227E, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 1,98%                      |
| RHMF-O-178A, REPUBLIKA HRVATSKA MINISTARSTVO FINACIJA     | 1,86%                      |
| JDGL-O-20CA, JADRAN-GALENSKI LABORATORIJ d.d.             | 1,67%                      |
| ZGHO-O-237A, ZAGREBAČKI HOLDING d.o.o.                    | 1,50%                      |
| HP-O-198A, HRVATSKA POŠTA d.d.                            | 1,38%                      |

### 4.3.3 Najznačajnija ulaganja

Na tržištu korporativnih obveznica u 2016. godini PBZCO OMF - kategorija C sudjelovao je u izdanju korporativnih obveznica izdavatelja Zagrebački holding d.o.o. sudjelujući u ukupnom izdanju od 1,8 mlrd. HRK s oko 6,5 mil. HRK. Na sekundarnom tržištu kupljeno je 0,6 mil. USD korporativnih obveznica izdavatelja Hrvatska elektroprivreda d.d. Udio korporativnih obveznica na kraju 2016. godine iznosio je 7,40% NAV-a.

Tijekom 2016. godine nastavlja se sudjelovanje hrvatskih mirovinskih fondova na tržištima državnih dužničkih vrijednosnih papira. PBZCO OMF - kategorija C sudjelovao je u oba izdanja državnih obveznica Republike Hrvatske. Na domaćem tržištu u ožujku 2016. godine izdana je druga tranša obveznice RHMF-O-26CA u iznosu 4 mlrd. HRK pri čemu je fond kategorije C upisao 12,4 mil. HRK. U srpnju 2016. godine, također na domaćem tržištu, izdano je 6 mlrd. HRK obveznice RHMF-O-217A. Na navedenom izdanju fond kategorije C upisao je 42 mil. HRK. Jedino izdanje koje je država planirala u 2016. godini na inozemnom tržištu je bilo odgođeno.

#### 4.3.4 Prinos i zarada fonda

Od početka rada do kraja 2016. godine fond PBZCO OMF – kategorija C ostvario je anualizirani prinos<sup>8</sup> od 7,27%. U 2016. godini PBZCO OMF – kategorija C ostvario je prinos od 7,55%. Prema podacima Državnog zavoda za statistiku, godišnja stopa promjene inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena za 2016. godinu iznosi -1,1% što daje realni prinos<sup>9</sup> fonda PBZCO OMF – kategorija C u 2016. godini od 8,74%.

Neto imovina na dan 31.12.2016. iznosila je 454.889.673,09 HRK, ukupne uplate u PBZCO OMF – kategorija C u 2016. godini iznosile su 146.146.562,11 HRK, dok je u 2016. godini isplaćeno kroz zatvaranje računa 53.264.604,43 HRK, što znači da je PBZCO OMF – kategorija C svojim članovima zaradio 28.935.508,88 HRK.

#### Zarada po klasama imovine za fond PBZCO OMF – kategorija C za 2016. godinu

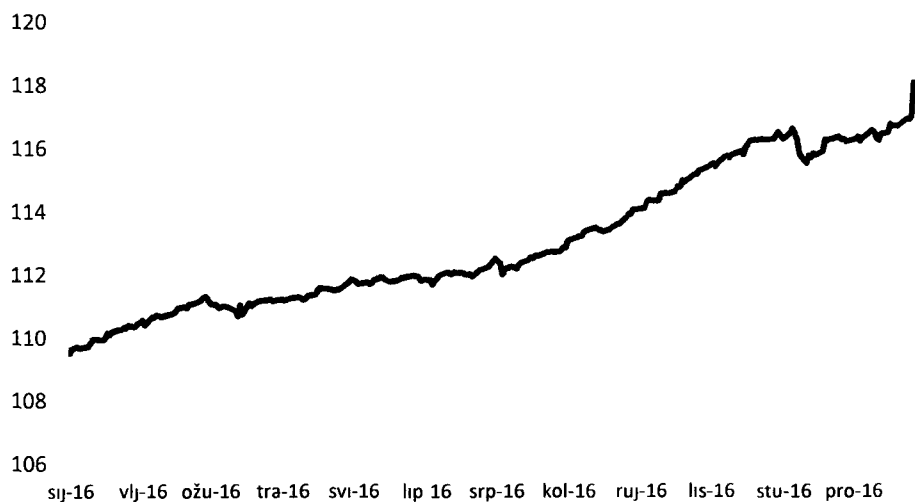
| Klasa imovine                      | Zarada u HRK         | Prosječni udio u imovini <sup>10</sup> |
|------------------------------------|----------------------|----------------------------------------|
| Domaće obveznice                   | 30.868.076,28        | 94,55%                                 |
| Instrumenti novčanog tržišta       | 108.220,62           | 3,22%                                  |
| Ostalo                             | 306.134,31           | 2,24%                                  |
| <b>Ukupna zarada prije naknada</b> | <b>30.670.162,59</b> | <b>100,00%</b>                         |
| <b>Ukupna zarada članovima</b>     | <b>28.935.508,88</b> |                                        |

Ukupna zarada članovima dobiva se oduzimanjem naknada Društvu i Skrbniku koje iznose za 2016. godinu 1.734.653,71 HRK. Upravljačka naknada iz koje se plaća i naknada REGOS-u iznosi 1.618.752,56 HRK dok skrbnička naknada iznosi 115.901,15 HRK.

<sup>8</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.

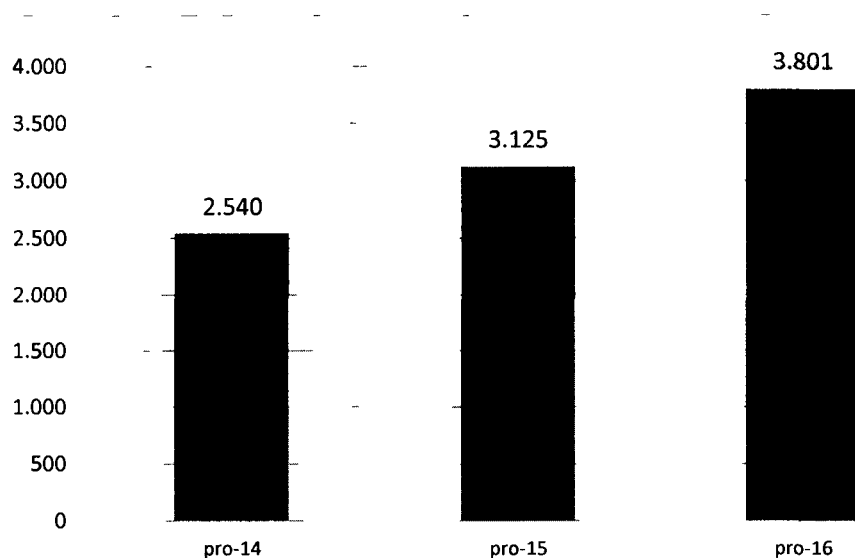
<sup>9</sup> Stopa realnog prinosa mirovinskog fonda predstavlja nominalni prinos mirovinskog fonda deflaciran stopom inflacije potrošačkih cijena a računa se prema formuli  $(1 + \text{realni prinos}) * (1 + \text{stopa inflacije}) = (1 + \text{nominalni prinos})$ .

<sup>10</sup> Prosječni udio u imovini računa se kao aritmetički prosjek udjela u imovini na dnevnoj bazi.

**Kretanje vrijednosti obračunske jedinice PBZCO OMF - kategorija C u 2016. godini****4.3.5 Članovi fonda**

Fond kategorije C namijenjen je za one članove kojima je do starosne mirovine ostalo manje od pet godina.

Na dan 31.12.2016. u fondu PBZCO OMF – kategorija C nalazio se 3.801 član, što čini tržišni udio od 16,54%.

**Kretanje broja članova fonda PBZCO OMF - kategorija C od osnivanja do 31.12.2016.**



## 5 Vrednovanje i metode procjene

U skladu s Pravilnikom o utvrđivanju neto vrijednosti imovine i vrijednosti obračunske jedinice obveznog mirovinskog fonda i važećim računovodstvenim standardima, Društvo je izradilo tehnike i metode vrednovanja vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnim tržištima, definirane sljedećim internim pravilnicima:

1. Pravilnikom za vrednovanje financijskih instrumenata
2. Pravilnikom za mjerenje kreditnih rizika

Sukladno tome, Društvo za instrumente kojima se trguje na neaktivnim tržištima, pri izradi konačnog vrednovanja za vlasničke vrijednosne papire pridodaje diskont za nelikvidnost, odnosno umanjeње uslijed rizika likvidnosti, a za dužničke vrijednosne papire osim rizika likvidnosti u izračun ukupne cijene uračunavaju se još i kreditni rizik i rizik osjetljivosti na promjene kamatnih stopa (rizik duracije).

### 5.1 Vrednovanje vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnom tržištu



### 5.1.1 Vrednovanje dužničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnom tržištu

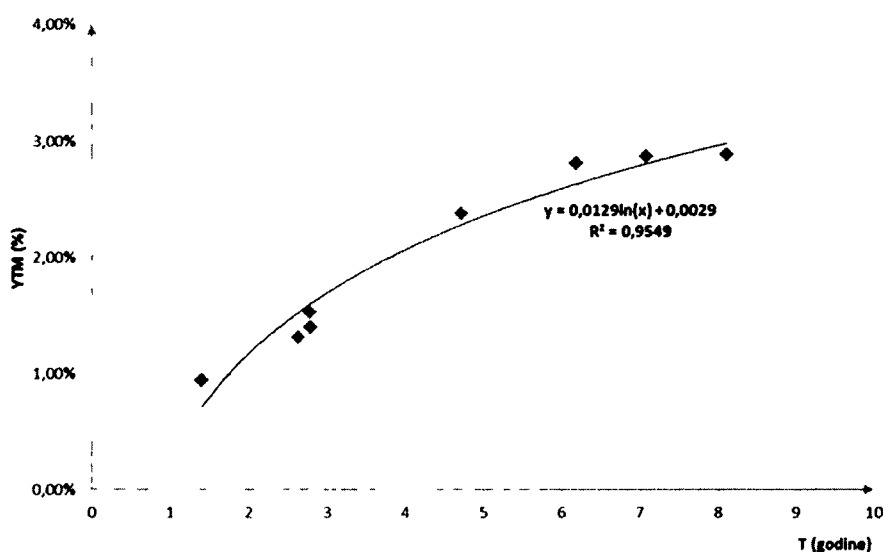
Proces vrednovanja dužničkih vrijednosnih papira započinje određivanjem kreditne kvalitete izdavatelja vrijednosnog papira. Društvo je internim pravilnikom propisalo primjenu metoda za određivanje kreditne kvalitete koja se kreće u rasponu od najviše AAA do najniže D.

Kreditne kvalitete koje koristi Društvo pri ocjenjivanju kreditne sposobnosti izdavatelja

| KREDITNA KVALITETA | BOD | OPIS                                                                                       |
|--------------------|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| AAA                | 1   | Kreditna kvaliteta najviše razine, iznimno mala mogućnost neispunjenja financijskih obveza |
| AA                 | 2   |                                                                                            |
| A                  | 3   |                                                                                            |
| BBB                | 4   | Kreditna kvaliteta srednje razine, postoji rizik od neispunjenja financijskih obveza       |
| BB                 | 5   |                                                                                            |
| B                  | 6   |                                                                                            |
| CCC                | 7   | Loša kreditna kvaliteta, postoji visok rizik od neispunjenja financijskih obveza           |
| CC                 | 8   |                                                                                            |
| NC                 | 9   |                                                                                            |

Nakon ocjene kreditne kvalitete iz tržišnih podataka se na dan vrednovanja određuje referentna krivulja prinosa za tržište na kojem je vrijednosni papir izdan.

Primjer krivulje prinosa hrvatskih obveznica (HRK i VK)



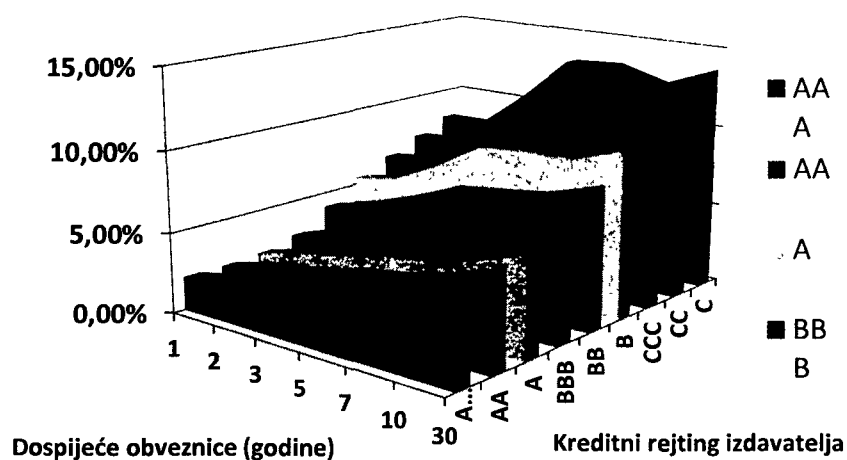
Referentna krivulja prinosa državnih obveznica na kojem je izdan dužnički vrijednosni papir smatra se najvišom (AAA) kreditnom kvalitetom na koju se dodaje kreditni raspon s obzirom na izračunatu kreditnu kvalitetu izdavatelja. Kreditni rasponi ažuriraju se na datum vrednovanja a izvor podataka su najpoznatije svjetske kreditne agencije.

### Primjer kreditnih raspona u ovisnosti o kreditnoj kvaliteti i duraciji

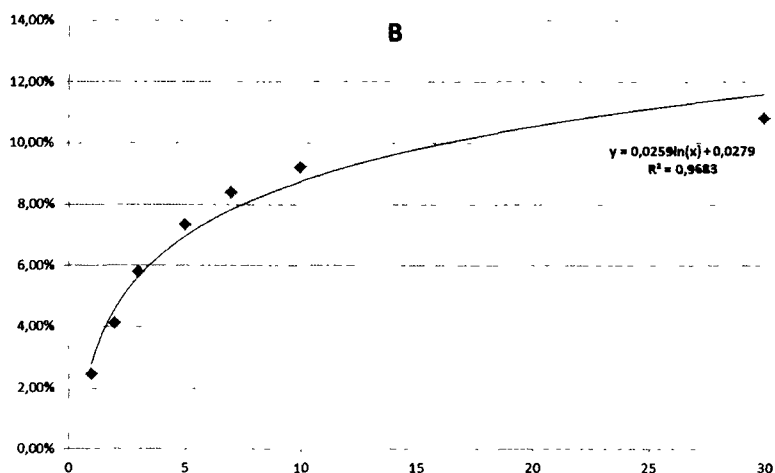
Za svaki od 9 (od AAA do C) stupnjeva kreditne kvalitete formira se zasebna krivulja prinosa.

| Prinosi 30-11-16 |     | DURACIJA |        |        |        |        |        |        |
|------------------|-----|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                  |     | 1        | 2      | 3      | 5      | 7      | 10     | 30     |
| KREDITNI REJTING | AAA | 0,59%    | 1,50%  | 2,07%  | 2,83%  | 3,39%  | 4,12%  | 5,81%  |
|                  | AA  | 0,74%    | 1,72%  | 2,31%  | 3,00%  | 3,48%  | 4,22%  | 5,95%  |
|                  | A   | 0,93%    | 1,77%  | 2,37%  | 3,18%  | 3,67%  | 4,15%  | 5,72%  |
|                  | BBB | 1,44%    | 2,35%  | 3,12%  | 3,98%  | 4,30%  | 4,91%  | 6,60%  |
|                  | BB  | 3,12%    | 4,38%  | 4,81%  | 5,68%  | 6,40%  | 6,86%  | 8,19%  |
|                  | B   | 2,65%    | 4,27%  | 5,91%  | 7,41%  | 8,43%  | 9,22%  | 10,74% |
|                  | CCC | 15,23%   | 18,43% | 20,73% | 23,64% | 25,55% | 27,58% | 33,82% |
|                  | CC  | 27,81%   | 32,59% | 35,56% | 39,87% | 42,66% | 45,94% | 56,90% |
|                  | C   | 40,39%   | 46,75% | 50,38% | 56,10% | 59,78% | 64,29% | 79,98% |

### Krivulja prinosa hrvatskih korporativnih obveznica u ovisnosti o kreditnoj kvaliteti



### Primjer krivulje prinosa za kreditnu kvalitetu B



Svi novčani tokovi pojedinog dužničkog vrijednosnog papira se potom diskontiraju po referentnoj krivulji prinosa kreditnog rejtinga koji ima izdavatelj. Na taj način se u cijenu uračunavaju kreditni i rizik promjene kamatnih stopa.

Nakon izračuna cijene na ovoj razini za svaki vrijednosni papir izračunava se diskont za nelikvidnost kako bi se u konačnu cijenu uračunao i rizik likvidnosti. Izračun diskonta za nelikvidnost je propisan Pravilnikom o vrednovanju financijskih instrumenata a sastoji se od kombinacije kvantitativnih (faktori s tržišta i vlasničke strukture vrijednosnog papira) i kvalitativnih pokazatelja. Diskont za nelikvidnost dužničkih vrijednosnih papira ravnomjerno se amortizira do dospijeća vrijednosnog papira.

Dužnički vrijednosni papiri kojima je izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska a kojima se trguje na neaktivnom tržištu vrednuju se korištenjem cijena objavljenih na službenim financijsko-informacijskim sustavima. Društvo koristi financijsko informacijski sustav Bloomberg.

Iznimno od ovoga vrednuju se obveznice fonda za naknadu oduzete imovine (FNOI) čije cijene ne postoje na financijsko-informacijskim sustavima a vrednuju se diskontiranjem po prinosima utvrđenim na referentnoj krivulji prinosa za hrvatske državne obveznice na dan vrednovanja što je sukladno Zakonu o Fondu za naknadu oduzete imovine.

### **5.1.2 Vrednovanje vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnom tržištu**

Za vrednovanje vlasničkih vrijednosnih papira Društvo koristi relevantne tehnike vrednovanja. Odabir metode vrši se sukladno kvaliteti podataka s kojima Društvo raspolaže u trenutku vrednovanja i koji se sukladno međunarodnim računovodstvenim standardima, dijele u tri razine:

RAZINA 1 su javno dostupni podaci na aktivnim tržištima za identičnu imovinu ili obveze za koje Društvo može dobiti relevantne podatke na dan vrednovanja imovine.

RAZINA 2 su podaci koji su vidljivi i mjerljivi na izravan ili neizravan način za određeni financijski instrument a ne spadaju u razinu 1.

RAZINA 3 su podaci koji nisu dostupni iz vanjskih izvora.

Društvo pri vrednovanju vlasničkih vrijednosnih papira najčešće raspolaže podacima razine 2 i onda koristi sljedeće metode za izračun fer vrijednosti:

1. Metode temeljene na tržišnim parametrima
  - a. Transakcijska cijena za identičan ili sličan instrument kod istog izdavatelja
  - b. Metoda usporednih multiplikatora (PEER analiza)
2. Metode temeljene na projekciji prihoda
  - a. Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF)
  - b. Tehnika vrednovanja diskontiranih dividendi (DDM)
  - c. Tehnika vrednovanja konstantnog rasta diskontiranih dividendi

- d. Tehnika vrednovanja izračunom kapitalizacije
  - e. Tehnika vrednovanja izračunom prilagođene neto imovine
3. Metode na temelju troška stjecanja (samo na dan stjecanja)

Nakon što je vlasnički vrijednosni papir vrednovan korištenjem najkvalitetnijih dostupnih ulaznih podataka jednom od navedenih metoda na tu vrijednost primjenjuje se diskont za nelikvidnost koji se računa na isti način kao i za dužničke vrijednosne papire osim što se on primjenjuje kontinuirano, odnosno ne amortizira se.

Na taj način se u konačnu cijenu vlasničkih vrijednosnih papira kojima se trguje na neaktivnom tržištu u konačan izračun fer vrijednosti uračunava i rizik likvidnosti.

Prethodno navedenim metodama, uslijed neaktivnosti financijskih tržišta, vrednovana je primjerice sljedeća imovina:

- obveznice Hrvatske elektroprivrede d.d.
- obveznice Hrvatske pošte d.d.
- obveznice Dalekovoda d.d.
- obveznice Atlantic Grupe d.d.
- dionice Granolio d.d. itd.
- dionice HTP Korčula d.d.

Tijekom 2016. godine cjelokupna tako vrednovana imovina iznosila je oko 1% ukupne imovine fondova pod upravljanjem Društva.

Financijski izvještaji PBZ CROATIA OSIGURANJE obveznih mirovinskih fondova kategorije A, B i C za 2016. godinu biti 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**

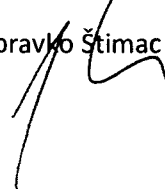
Članica Uprave

Renata Kašnjar-Putar



Predsjednik Uprave

Dubravko Štimac



**PBZCROATIA**  
O S I G U R A N J E  
d.d. za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima  
Z A G R E B

Izvori podataka:

- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Mjesečna izvješća (2006.-2016.)
- Središnji registar osiguranika, ONLINE statistika
- Hrvatska narodna banka
- Državni zavod za statistiku
- Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
- Zagrebačka burza

# Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2016. godinu

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

**A-Z**  
OBVEZNI  
MIROVINSKI  
FONDOVI

**ERSTE PLAVI**   
Mirovinski fondovi

 **Raiffeisen**  
**MIROVINSKI FONDOVI**

## 1. Poslovanje obveznih mirovinskih fondova u 2016. godini

2016. godina bila je petnaesta godina rada obveznih mirovinskih fondova (dalje u tekstu: OMF) u Republici Hrvatskoj (RH). OMF-ovi, upravljajući imovinom preko 84 milijarde kuna, ostvarili su u protekloj godini visoke prinose svojim članovima: 11,80% u fondovima kategorije A, 6,94% u fondovima kategorije B te 7,43% u fondovima kategorije C<sup>1</sup>. Imovina na osobnim računima osiguranika nastavila je rasti, dijelom zbog kontinuiranih uplata doprinosa, a dijelom zbog ostvarenih prosječnih prinosa na uložena sredstva.

Gledajući doprinos različitih klasa imovine ostvarenim prinosima, 2016. godina bila je pozitivna za domaće i svjetske burzovne indekse. U 2016. godini, dionički indeks Zagrebačke burze porastao je 18% a uzimajući u obzir i isplate od dividende, prinos u 2016. godini iznosi i iznad 20%. Na kraju 2016. godine, hrvatski OMF-ovi kategorije A 31,6% svoje neto imovine imali su uloženo u domaće dionice dok su fondovi kategorije B imali uloženo oko 12,6% neto imovine. Nadalje, indeks njemačkog dioničkog tržišta DAX porastao je u 2016. godini za 6,87% dok je indeks dioničkog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama S&P 500 porastao za 9,5%. Hrvatski OMF-ovi kategorije A su na kraju 2016. godine u inozemne dionice imali su uloženo oko 14,4% neto imovine, dok su fondovi kategorije B imali uloženo 9,62% neto imovine. U 2016. godini, uslijed daljnjeg smanjivanja kamatnih stopa na svjetskim tržištima, rasle su i cijene hrvatskih obveznica. Domaći obveznički indeks CROBIS TR (koji uključuje i prinos od kamata) prošle je godine ostvario značajan rast od 8,6%.

Volatilnost fondova kategorije A, mjerena standardnom devijacijom kretanja promjena vrijednosti pripadajućeg indeksa MIREX, bila je nešto niža u 2016. nego u prethodnoj 2015. godini (5,58%) i iznosi 4,69%. Za fond B situacija je obratna te je u 2016. godini volatilnost iznosila 4,18%, što je nešto više nego prethodne godine (3,86%). Volatilnost fondova kategorije C nešto je niža u 2016. nego 2015. godini (2,07%) i iznosi 1,77%. Dakle, volatilnost fondova dviju kategorija smanjila se u odnosu na prethodnu godinu, a za jednu se marginalno povećala.

Vezano na konkretnije ulagačke aktivnosti u 2016. godini OMF-ovi su sudjelovali u dokapitalizaciji društva HTP Korčula d.d. Također, OMF-ovi su sudjelovali i na javnoj dražbi u svibnju iste godine na kojoj je Republika Hrvatska kroz Centar za restrukturiranje i prodaju prodavao 24,78% udjela u kompaniji HTP Korčula d.d. Republika Hrvatska je u srpnju objavila poziv za iskazivanje interesa i dostavu obvezujućih ponuda za kupnju dionica društva Končar – Elektroindustrija d.d. U spomenutom procesu prodaje dionica društva Končar – Elektroindustrija d.d. sudjelovali su hrvatski mirovinski fondovi, pri čemu je država prodavala oko 20% vlasničkog udjela. Nadalje, mirovinski fondovi sudjelovali su i u dokapitalizaciji Ilirije d.d., Zagrebačke burze d.d. te u privatizaciji hotelskog poduzeća Imperial d.d. Rab. Osim navedenog, OMF-ovi su aktivno participirali i na sekundarnom tržištu. Tako su povećani udjeli i u društvima Arenaturist d.d., Adris grupa d.d., Atlantic grupa d.d., Hrvatski Telekom d.d., Končar – Elektroindustrija d.d. te Podravka d.d. OMF-ovi predstavljaju ključan čimbenik

---

<sup>1</sup> Prinos fondova kategorije A, B i C u 2016. godini izražen je putem pripadajućeg indeksa MIREX. MIREX je prosječna vrijednost obračunskih jedinica svih OMF-ova iste kategorije, koja se računa kao ponderirana aritmetička sredina, pri čemu ponder predstavlja udjel pojedinog OMF-a u ukupnoj neto imovini svih OMF-ova iste kategorije.



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, na žalost i u prošloj godini nastavljena su nepovoljna demografska kretanja te je primjetno iseljavanje radno aktivnog stanovništva, radi čega mirovinska štednja u 2. stupu sve više dobiva na značaju za stabilnost i dugoročnu održivost ukupnog mirovinskog sustava.

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

U 2015. godini društva za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima osnovala su svoju profesionalnu udrugu - Udrugu društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava (UMFO). UMFO je profesionalna, neovisna i neprofitna organizacija čiji je cilj zaštita interesa i promicanje suradnje i partnerstva obveznih i dobrovoljnih mirovinskih društava s ciljem što bolje informiranosti korisnika – članova obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova. Udruga je u 2016. godini aktivno surađivala s Ministarstvom financija kao aktivan član radne skupine za Financijsku pismenost pri Ministarstvu financija. Nastavljena je komunikacija s ključnim tijelima kao što su HANFA, HUP, Ministarstvo financija, Agencija za odgoj i obrazovanje, Zagrebačka burza, uključujući suradnju na projektima koje su pokrenule ove institucije. Također, udruga je uspostavila suradnju s obrazovnim institucijama u Republici Hrvatskoj (Ekonomski fakultet, PMF, FER) te je putem „native ad“ komunikacijskih kanala u suradnji s Jutarnjim listom lansirala edukativnu kampanju Financijski leksikon za svakoga.

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

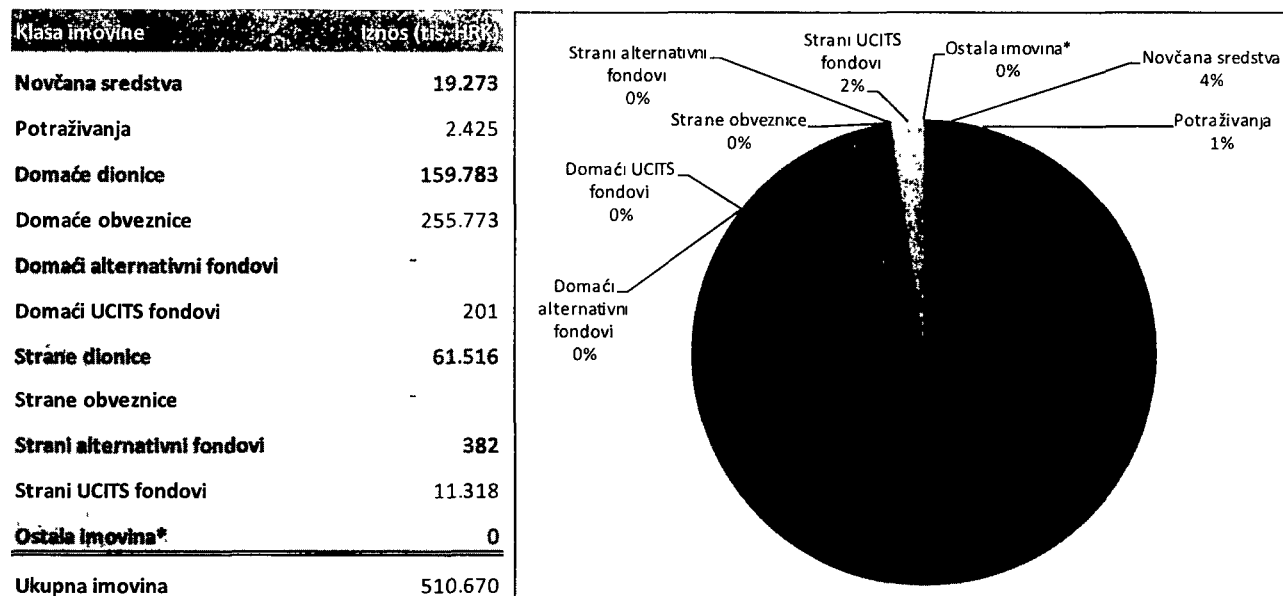
Sukladno Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima (Narodne novine, broj 19/2014 i 93/2015; dalje u tekstu: Zakon), obvezni mirovinski fond je zasebna imovina bez pravne osobnosti, koji se kao fond posebne vrste osniva radi prikupljanja novčanih sredstava uplaćivanjem doprinosa članova mirovinskog fonda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

Neto imovina pod upravljanjem OMF-ova na dan 31.12.2016. iznosila je 84.179.364.743,87 HRK, dok je na dan 31.12.2015. iznosila 74.004.666.839,22 HRK što je porast od 13,75% u godinu dana. Od ukupne neto imovine OMF-ova tek 0,60%, tj. 506.297.258 HRK čini imovina fondova kategorije A te 3,62%, tj.

3.048.877.718 HRK je imovina fondova kategorije C, dok najveći dio, čak 95,78%, tj. 80.624.189.767 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 31.12.2016. godine



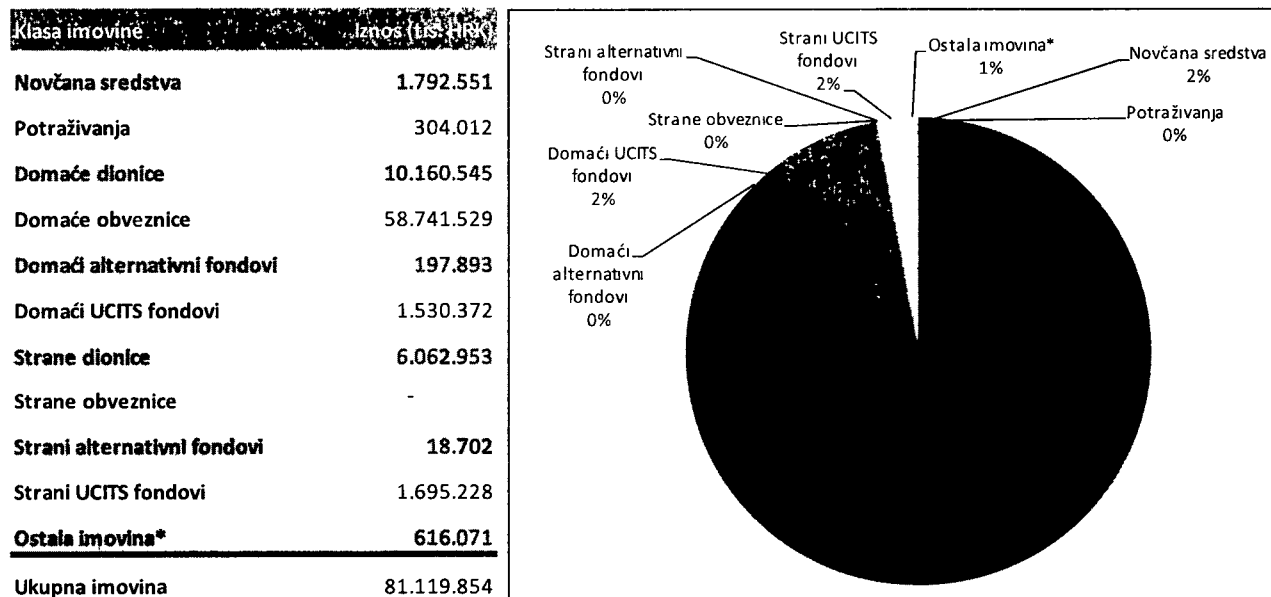
\*Ostala imovina uključuje instrumente tržišta novca i depozite

Izvor: HANFA

Obvezni mirovinski fondovi kategorije A, namijenjeni mlađim članovima i onima koji preferiraju nešto rizičniju imovinu, koja posljedično, u dužem roku, može osigurati i veće prinose, kako je vidljivo iz slike 1, ulagali su oko 50% sredstava u domaće obveznice, te oko 44% u domaće i strane dionice. U ovoj kategoriji OMF-ova maksimalna dozvoljena izloženost dioničkom tržištu (kroz direktna ulaganja u dionice ili indirektno putem investicijskih fondova koji ulažu u dionice ) iznosi 55%.

## 2.2 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije B

Slika 2: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije B na dan 31.12.2016. godine.



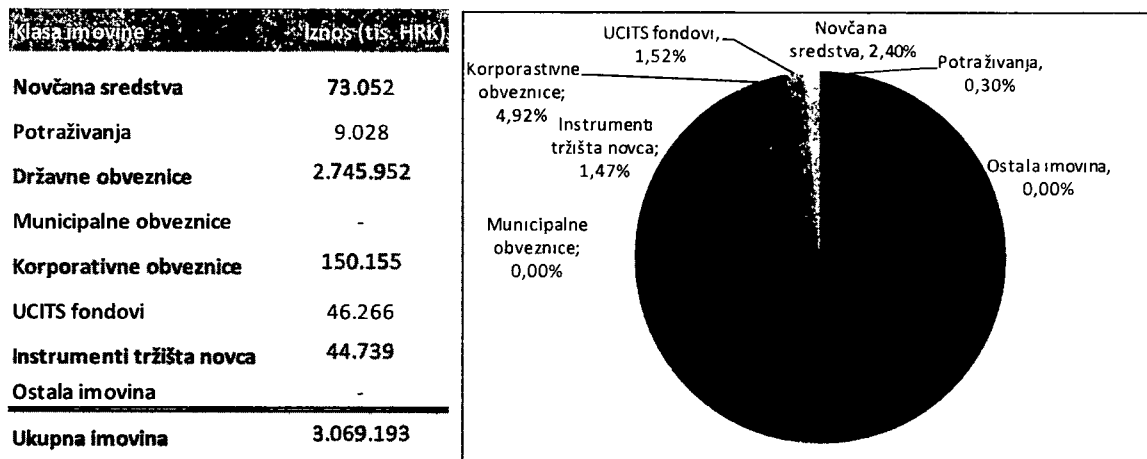
\*Ostala imovina uključuje instrumente tržišta novca i depozite

Izvor: HANFA

Obvezni mirovinski fondovi kategorije B, slijednici su jedinstvenih obveznih mirovinskih fondova od prije vremena uvođenja kategorija A, B i C te sukladno tome kategorija obveznih mirovinskih fondova u kojoj je daleko najviše članstva i imovine. Kako je vidljivo iz slike 2, OMF-ovi kategorije B ulagali su oko 72% sredstava u domaće državne obveznice te oko 21% u domaće i strane dionice. U ovoj kategoriji OMF-ova maksimalno dozvoljena izloženost dioničkom tržištu po Zakonu iznosi 35%. Razlog velikoj izloženosti obveznicama Republike Hrvatske su postojeći zakonski limiti ulaganja, ali i nepostojanje drugih kvalitetno pripremljenih projekata u koje bi mirovinski fondovi mogli ulagati sredstva. Uz maksimalnu dozvoljenu izloženost dioničkom tržištu od 35%, ostatak portfelja od 65% moguće je razumno uložiti u domaće državne obveznice, jer instrumenti novčanih tržišta trenutno ne nude zadovoljavajuće prinose, kao ni obveznice drugih članica EU.

## 2.3 Struktura portfelja obveznih mirovinskih fondova kategorije C

Slika 3: Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova kategorije C na dan 31.12.2016. godine



Izvor: HANFA

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

## 3. Vrednovanje imovine mirovinskih fondova

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

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

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

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

Za fer vrijednost dužničkih vrijednosnog 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 može koristiti i drugu cijenu, npr., cijenu dobivenu na osnovu modela, ako procijeni 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 koju objavljuju društva za upravljanje navedenih fondova. Dionice zatvorenih alternativnih investicijskih fondova te udjeli ili dionice ETF-ova vrednuju se na isti način kao i prenosivi vlasnički vrijednosni papiri. Poslovni udjeli zatvorenog alternativnog investicijskog fonda procjenjuju se tehnikama vrednovanja.

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

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

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

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

### **3.3 Vrednovanje ostale imovine**

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

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

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

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

### **3.4 Tehnike procjene imovine**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

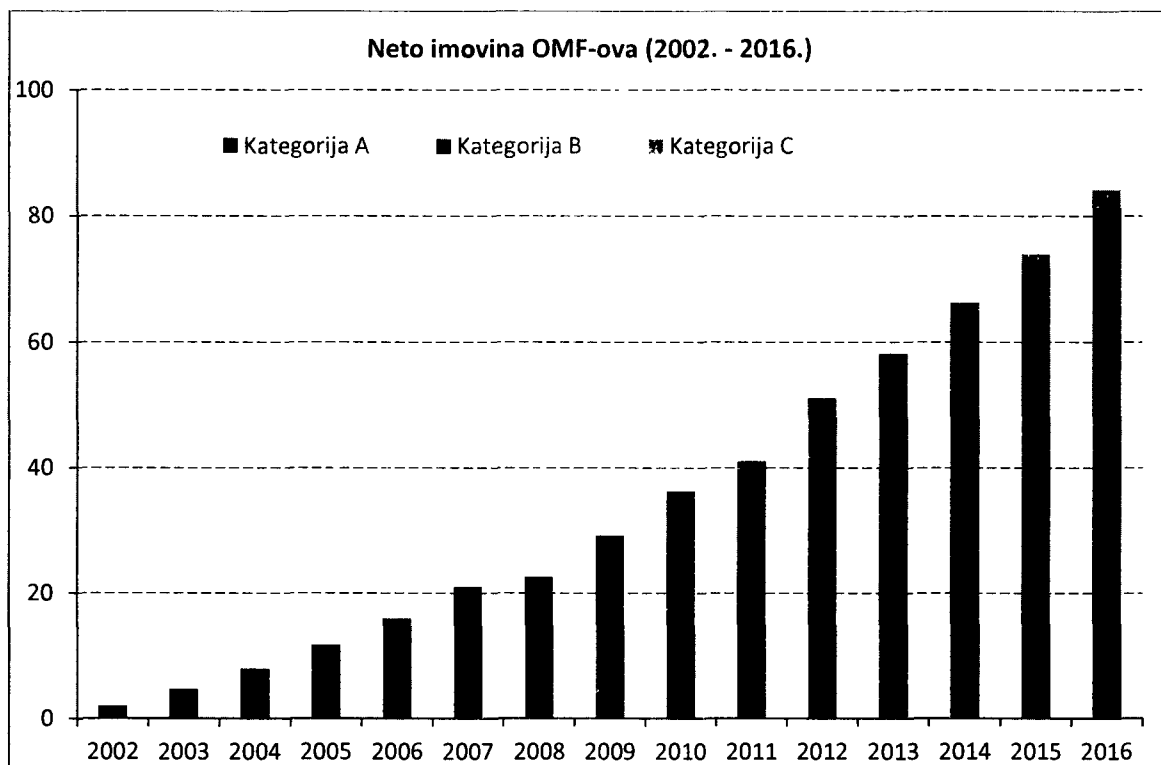
- postojeće cijene vrednovanja obveznica predstavljaju fer cijenu trgovanja između institucionalnih investitora i rezultat su uobičajene prakse na tržištu gdje jedna strana preuzima ulogu održavatelja tržišta (uglavnom banke i velike brokerske kuće), dok druga strana ima ulogu klijenta (mirovinski i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

#### **4. Rezultati poslovanja obveznih mirovinskih fondova**

Na kraju 2016. godine neto imovina OMF-ova dosegla je 84 milijarde HRK uz porast na godišnjoj razini od 13,75%. Neto mirovinski doprinosi uplaćeni u 2. stup od početka rada do 31.12.2016. godine iznosili su 61,35 milijardi HRK. U tom istom periodu isplate iz 2. stupa iznosile su preko 7 milijardi HRK (uključujući i isplate za beneficirane članove) što znači da su obvezni mirovinski fondovi u navedenom periodu svojim članovima zaradili preko 30 milijardi HRK. U 2016. godini ukupna uplata neto mirovinskih doprinosa u 2. stup iznosila je 5,34 milijarde HRK te je veća za 3,46% u odnosu na prethodnu godinu.

Kretanje neto imovine OMF-ova u periodu od osnivanja do kraja 2016. prikazano je na slici 4 i 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 |

Izvor: HANFA

#### 4.1 Prinosi obveznih mirovinskih fondova

Prinosi OMF-ova, prikazani putem referentnih indeksa za pojedine kategorije fondova (MIREX A, MIREX B i MIREX C), u 2016. godini i od njihovog početka rada dani su u tablici 2.



Tablica 2: Prinosi obveznih mirovinskih fondova prikazani putem indeksa MIREX

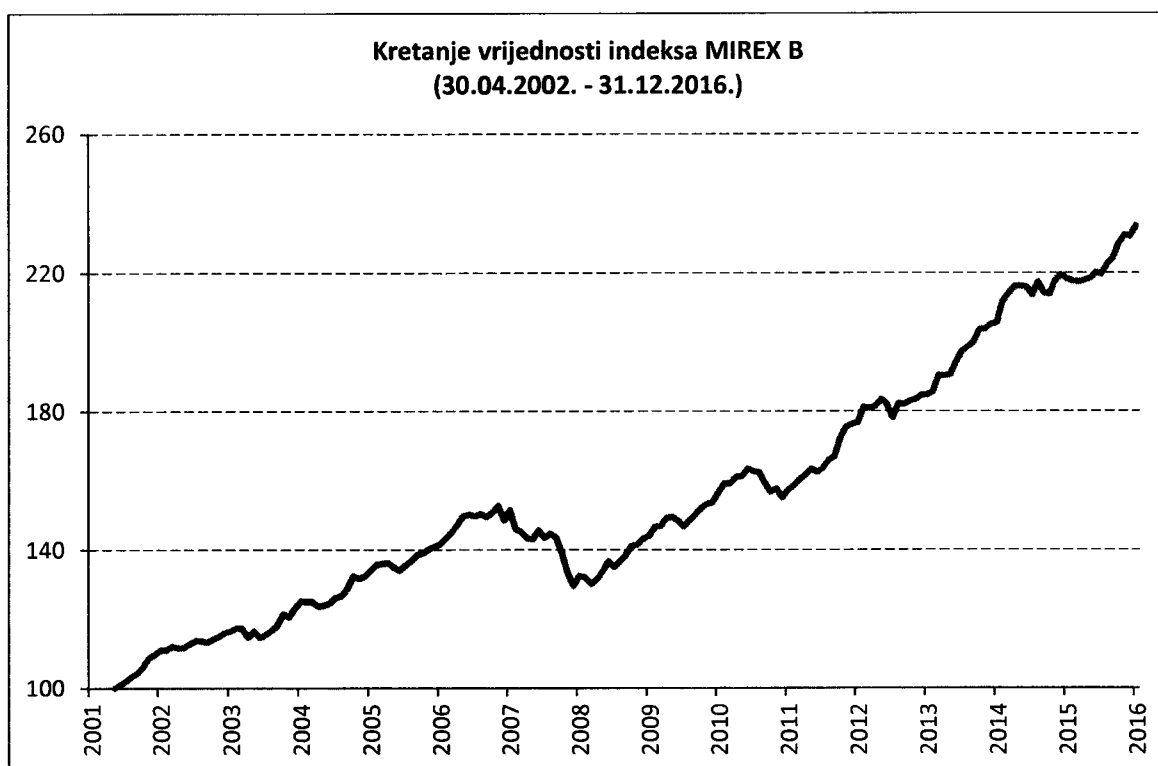
|                | Prinos u 2016.<br>godini | Prinos od<br>početka rada* |
|----------------|--------------------------|----------------------------|
| <b>MIREX A</b> | 11,79%                   | 10,86%                     |
| <b>MIREX B</b> | 6,94%                    | 5,95%                      |
| <b>MIREX C</b> | 7,43%                    | 7,29%                      |

\* prinos na godišnjoj razini

U 2016. godini najveće prinose su ostvarili OMF-ovi kategorije A, koji su ujedno i najrizičniji, dok su najniže prinose ostvarili OMF-ovi umjerene rizičnosti, odnosno kategorije B. S obzirom da fondovi kategorija A i C posluju tek od kraja kolovoza 2014. godine prerano je dati ocjenu ostvarenih prinosa OMF-ova tih kategorija kroz duža razdoblja, tj. od njihovog osnutka.

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

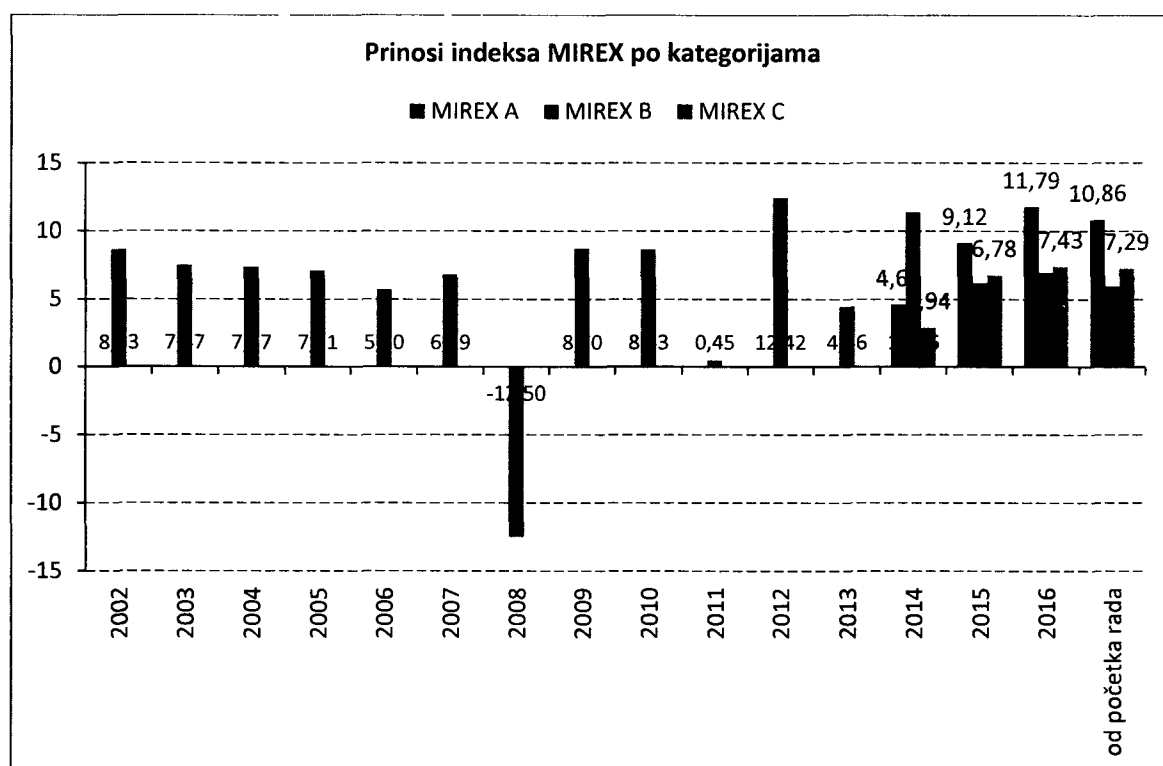
Prosječan godišnji prinos indeksa MIREX B u periodu od početka rada do kraja 2016. godine iznosi 5,95% što upućuje na ispunjavanje ključnih ciljeva mirovinske reforme – osiguravanje sigurnosti

uplaćenih sredstava članova te postizanje prinosa koji će uvećati mirovinsku štednju. Na samom početku provođenja mirovinske reforme 2002. godine optimistične prognoze govorele su o mogućim prinosima OMF-ova od 2% iznad stope inflacije. Hrvatski OMF-ovi ostvarili su bolje rezultate. Prosjek godišnjih realnih prinosa OMF-ova kategorije B u periodu od osnivanja do kraja 2016. godine iznosi 3,89%.

Prinos indeksa MIREX A od početka rada 21. kolovoza 2014. godine do kraja 2016. godine, izražen na godišnjoj razini, iznosio je 10,86% dok je odgovarajući prinos za MIREX C iznosio 7,29%.

Na slici 6 prikazani su prinosi indeksa MIREX za pojedinu kategoriju fondova po pojedinim godinama rada kao i od početka rada.

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



Izvor: HANFA

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

Tablica 3: Realni prinosi mirovinskih fondova u pojedinim državama na kraju 2015. godine kroz razdoblje od 10 godina

| Država           | Desetogodišnji<br>prosječni realni<br>prinos<br>(2005. – 2015.) | Država       | Desetogodišnji<br>prosječni realni<br>prinos<br>(2005. – 2015.) |
|------------------|-----------------------------------------------------------------|--------------|-----------------------------------------------------------------|
| Velika Britanija | 4,74                                                            | Portugal     | 1,79                                                            |
| Kanada           | 4,18                                                            | Italija      | 1,55                                                            |
| Danska           | 4,02                                                            | Južna Koreja | 1,29                                                            |
| Nizozemska       | 3,78                                                            | Island       | 1,23                                                            |
| Izrael           | 3,73                                                            | Luksemburg   | 1,12                                                            |
| Norveška         | 3,45                                                            | Austrija     | 0,63                                                            |
| Australija       | 3,41                                                            | SAD          | 0,38                                                            |
| Belgija          | 3,20                                                            | Češka        | 0,09                                                            |
| Čile             | 3,00                                                            | Latvija      | -0,67                                                           |
| <b>Hrvatska</b>  | <b>2,90</b>                                                     | Bugarska     | -0,84                                                           |
| Meksiko          | 2,38                                                            | Estonija     | -2,20                                                           |
| Turska           | 2,28                                                            |              |                                                                 |

Izvor: OECD Global Pension Statistics.

Zarade hrvatskih OMF-ova u 2016. godini po pojedinim klasama ulaganja prikazane su u tablici 4.

Tablica 4: Zarade obveznih mirovinskih fondova u 2016. godini po klasama (u mil. HRK)

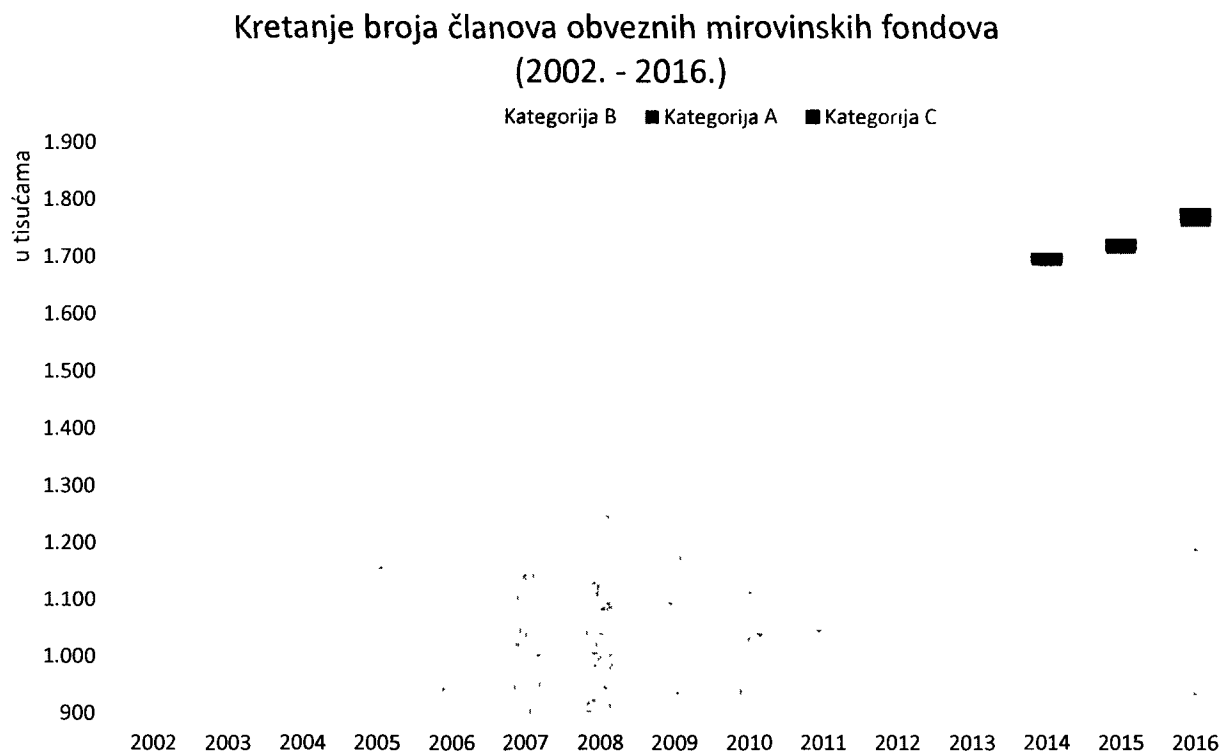
| Klasa imovine             | Kategorija A | Kategorija B | Kategorija C | Ukupno   |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|----------|
| Instrumenti tržišta novca | 0,78         | 8,54         | 1,85         | 11,18    |
| Domaće obveznice          | 28,27        | 5.010,39     | 198,12       | 5.236,79 |
| Inozemne obveznice        | 0,17         | 18,56        | 0,65         | 19,38    |
| Domaće dionice            | 31,27        | 1.357,62     | 0,00         | 1.388,89 |
| Inozemne dionice          | -6,47        | -862,04      | 0,00         | -868,51  |
| Naknade                   | -2,03        | -334,19      | -11,59       | -347,81  |
| Ukupno                    | 43,96        | 4.156,58     | 160,10       | 4.360,64 |

U 2016. godini najveći doprinos zaradama OMF-ova ostvaren je kroz ulaganja u domaće obveznice te domaće dionice (indeks domaćeg dioničkog tržišta CROBEX TR ostvario je prinos od 21,05%), dok ulaganja u inozemne dionice nisu ostvarila pozitivan prinos.

## 5. Članovi obveznih mirovinskih fondova

Krajem 2016. godine u OMF-ovima nalazilo se ukupno 1.784.169 članova. Prosječan godišnji rast broja članova iznosi oko 4,4 posto u periodu od osnivanja do kraja 2016. godine. Na slici 7 prikazano je kretanje broja članova OMF-ova od početka rada.

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



Izvor: HANFA

Pozitivna kretanja u gospodarstvu odrazila su se i na uplate naših članova tako da su ukupne uplate u OMF-ove kojima upravljaju pojedina društva za upravljanje rasle u rasponu od 2,7 do 5,2 posto u izvještajnoj godini u odnosu na prethodnu (tablica 5). Međutim, još je uvijek dosta veliki postotak članova koji nisu imali uplate u 2015. i u 2016. godini, a ovisno o Društvu taj broj se kreće oko 20%. S obzirom da se u tu grupu ubrajaju članovi koji su radili preko student servisa, ugovora o djelu, te oni koji za svoj rad nisu primali plaću, očekujemo da će se njihovi računi puniti u budućnosti. Što se tiče izlazaka članova, ti brojevi su još uvijek relativno mali u odnosu na ukupno članstvo.

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

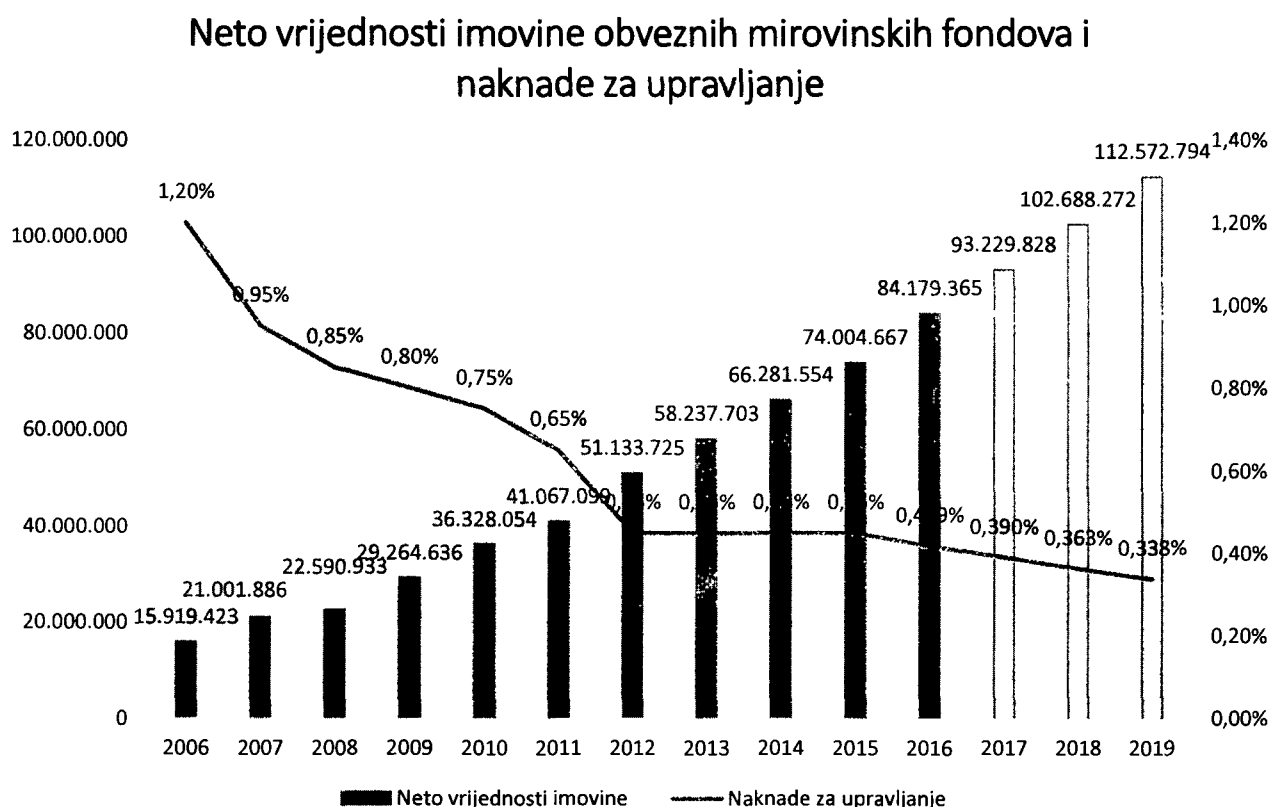
|                                                           |            | Allianz ZB<br>d.o.o. | Erste d.o.o. | PBZ-CO d.d. | Raiffeisen d.d. |
|-----------------------------------------------------------|------------|----------------------|--------------|-------------|-----------------|
| Prosječna mjesečna<br>uplata u 000 kn                     | 2015       | 164.781              | 59.866       | 75.179      | 130.194         |
|                                                           | 2016       | 169.225              | 62.994       | 78.205      | 134.452         |
|                                                           | promjena % | 2,7%                 | 5,2%         | 4,0%        | 3,3%            |
| Ukupna uplata u 000 kn                                    | 2015       | 1.977.377            | 718.391      | 902.143     | 1.562.328       |
|                                                           | 2016       | 2.030.702            | 755.934      | 938.465     | 1.613.429       |
|                                                           | promjena % | 2,7%                 | 5,2%         | 4,0%        | 3,3%            |
| Uplata po članu                                           | 2015       | 267,0                | 220,8        | 242,7       | 245,7           |
|                                                           | 2016       | 271,3                | 223,3        | 244,6       | 250,3           |
|                                                           | promjena % | 1,6%                 | 1,2%         | 0,8%        | 1,9%            |
| Broj članova bez uplata                                   | 2015       | 20,2%                | 25,8%        | 22,0%       | 23,0%           |
|                                                           | 2016       | 19,8%                | 21,2%        | 20,9%       | 20,5%           |
|                                                           | promjena % | -1,7%                | -17,7%       | -5,4%       | -10,7%          |
| Ukupni izlasci članova po<br>osnovi odlaska u<br>mirovinu |            | 2.044                | 1.136        | 900         | 1.698           |
| Prelasci iz fonda B u C po<br>sili Zakona                 |            | 2.315                | 790          | 1.169       | 2.150           |

## 6. Naknade i zarade društava za upravljanje

Mirovinsko društvo radi pokrića svojih troškova može zaračunati ulaznu, upravljačku i izlaznu naknadu. Ulazna naknada može iznositi najviše 0,8 posto od uplaćenih doprinosa, a po toj osnovi Društva su u 2016. godini prihodovale naknadu u rasponu od 0,7 do 0,8 posto.

U 2016. godini naknada za upravljanje OMF-ovima iznosila je 0,419 posto godišnje od osnovice, tj. od ukupne imovine fonda umanjene za obveze spram ulaganja i manja je za 7 posto u odnosu na 2015. godinu kada je iznosila 0,45 posto godišnje od osnovice. Za svaku narednu godinu stopa naknade i dalje se smanjuje za 7 posto u odnosu na prethodnu godinu, ali najviše do 0,3 posto godišnje te stoga naknada za 2017. godinu iznosi 0,39 posto godišnje od osnovice. Prije donošenja novog Zakona naknada za upravljanje također se smanjivala tijekom godina kako je rasla imovina fondova pod upravljanjem društava. Slika 8 prikazuje kretanje neto vrijednosti imovine OMF-ova i naknade za upravljanje u posljednjih jedanaest godina te projekciju kretanja u sljedeće tri godine uz Zakonom određeno smanjenje upravljačke naknade.

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



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

Imovina OMF-a može biti terećena i za naknadu depozitaru te za troškove, provizije ili pristojbe vezane uz stjecanje ili prodaju imovine OMF-a, uključujući i troškove radi zaštite odnosno očuvanja imovine. Naknada depozitaru ne može biti viša od 0,1 posto prosječne godišnje neto vrijednosti OMF-a, a Agencija svake godine odlukom utvrđuje visinu naknade depozitaru za narednu kalendarsku godinu. Tako je za 2016. godinu Agencija donijela odluku o najvišoj naknadi u visini 0,05 posto. Naknada depozitaru koja je teretila imovinu OMF-ova u 2016. godini smanjena je u odnosu na prethodnu godinu i kretala se u rasponu od 0,022 posto do 0,03 posto.

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

Tablica 6: Naknade koje naplaćuju mirovinski fondovi u različitim zemljama

| Država     | Naknada za upravljanje | Ulazna naknada | Naknada za uspješnost |
|------------|------------------------|----------------|-----------------------|
| Poljska    | 0,38%                  | 0,11%          | 0,03%                 |
| Hrvatska   | <b>0,419%</b>          | <b>0,80%</b>   | -                     |
| Mađarska   | 0,53%                  | -              | -                     |
| Makedonija | 0,53%                  | 0,72%          | -                     |
| Slovačka   | 0,59%                  | 0,11%          | 0,19%                 |
| Turska     | 0,71%                  | 0,27%          | -                     |
| Bugarska   | 0,79%                  | 0,70%          | 0,08%                 |
| Španjolska | 1,08%                  | -              | -                     |
| Estonija   | 1,73%                  | -              | -                     |

Za razliku od ostalih zemalja, hrvatski OMF-ovi imaju obvezu plaćanja troška REGOS-a koja se plaća iz prihoda društava za upravljanje. Visina naknade određena je u iznosu od 2,50 kn mjesečno po članu OMF-a. Da bi usporedba naknada za upravljanje po zemljama bila primjerenija potrebno je naknadu hrvatskih OMF-ova ispraviti za trošak REGOS-a. U tom bi slučaju naknada za upravljanje koju Društva uprihode za 2016. godinu iznosila 0,38%.

Tijekom 2016. godine naknada Agenciji iznosila je 0,35 % (tisućinki) računano od osnovice, tj. od ukupne vrijednosti imovine OMF-a umanjene za obveze spram ulaganja. Odlukom o oslobađanju plaćanja naknade u određenom periodu Agencija je subjekte nadzora izuzela od mjesečnog plaćanja naknade za mjesec rujan 2016. godine, a što je dovelo do određenih ušteda. U nastavku slijedi prikaz naknada za REGOS i Agenciju koje su mirovinska društva platila u 2016. godini.

Tablica 7: Naknade za REGOS i Agenciju u 2016. godini

| Mirovinsko društvo | 2016. godina     |                     |
|--------------------|------------------|---------------------|
|                    | Naknada za REGOS | Naknada za Agenciju |
| AZ MD              | 19.229           | 10.046              |
| Erste Plavi MD     | 8.671            | 3.454               |
| PBZ-CO MD          | 9.872            | 4.070               |
| Raiffeisen MD      | 16.529           | 7.918               |
| UKUPNO             | <b>54.301</b>    | <b>25.488</b>       |

Društva su u 2016. godini ostvarila ukupne prihode u iznosu od 396 milijuna kuna (tablica 8) što je porast od 2,6 posto u odnosu na prethodnu godinu. Osim prihoda od upravljanja mirovinskim fondovima, Društva su ostvarila i dodatne prihode od upravljanja vlastitim kapitalom, a koji je većim dijelom uložen u hrvatske državne obveznice i evidentiran je u tablici 8 pod stavkom ostali prihodi.

Tablica 8: Prihodi i rashodi Društava u 2016. godini (u tisućama kuna)

|                                 | Allianz ZB<br>d.o.o. | Erste<br>d.o.o.* | PBZ CO d.d.   | Raiffeisen<br>d.d.* |
|---------------------------------|----------------------|------------------|---------------|---------------------|
| Naknada od uplaćenih doprinosa  | 10.410               | 8.966            | 7.568         | 17.633              |
| Naknada od ukupne imovine fonda | 130.732              | 49.534           | 52.634        | 118.521             |
| Naknada za izlaz                | -                    | -                | -             | 7                   |
| Prihodi od upravljanja fondom   | 141.142              | 58.500           | 60.202        | 136.161             |
| Ostali prihodi                  | 2.161                | 5.163            | 3.359         | 4.691               |
| <b>Ukupni prihodi</b>           | <b>143.303</b>       | <b>63.663</b>    | <b>63.561</b> | <b>140.852</b>      |
| Naknada za Agenciju             | 10.046               | 3.454            | 4.070         | 7.918               |
| Naknada za REGOS                | 19.229               | 8.671            | 9.872         | 16.529              |
| Troškovi marketinga i CRM-a     | 2.646                | 1.146            | 487           | 7.326               |
| Ostali troškovi                 | 905                  | 4.012            | 748           | 1.305               |
| Rashodi od upravljanja fondom   | 32.826               | 17.283           | 15.177        | 33.078              |
| Troškovi osoblja                | 15.661               | 11.334           | 10.700        | 11.191              |
| Ostali troškovi                 | 5.124                | 7.386            | 6.175         | 11.384              |
| Amortizacija                    | 343                  | 2.691            | 315           | 1.848               |
| Rashodi od poslovanja društva   | 21.128               | 21.411           | 17.190        | 24.423              |
| <b>Ukupni rashodi</b>           | <b>53.954</b>        | <b>38.694</b>    | <b>32.367</b> | <b>57.501</b>       |
| Dobit prije poreza              | 89.394               | 24.969           | 31.194        | 83.351              |
| Porez                           | 17.924               | 5.268            | 6.226         | 16.748              |
| <b>Neto dobit</b>               | <b>71.425</b>        | <b>19.701</b>    | <b>24.968</b> | <b>66.603</b>       |

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

Tijekom 2016. 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 unapređenja poslovanja u smislu nadogradnje investicijskog procesa kroz ulaganja u nova aplikativna rješenja, zatim podizanje razine sigurnosti pristupa informacijskim servisima. U želji da pruže što kvalitetniju uslugu svojim članovima Društva su ulagala dodatna sredstva u komunikaciju i izvještavanje što je dodatno podiglo razinu transparentnosti prema članovima. Navedeno je rezultiralo većim porastom ukupnih rashoda mirovinskih društava u odnosu na rast prihoda. Ukupni rashodi u 2016. godini iznosili su 182 milijuna kuna, od toga REGOS-u je plaćeno 54 milijuna kuna, a Agenciji 25 milijuna kuna. Sva četiri Društva zabilježila su nižu neto dobit tako da je ukupni rezultat lošiji za 10 milijuna kuna u odnosu na 2015. godinu.

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

Obvezni mirovinski fondovi i dalje predstavljaju ključan čimbenik dugoročnog domaćeg financiranja Republike Hrvatske. Tijekom 2016. godine izdane su dvije lokalne emisije obveznica ukupne vrijednosti 10 milijardi kuna, od čega su mirovinski fondovi sudjelovali s gotovo 4,2 milijarde kuna, što čini 42% ukupno prikupljenih sredstava u 2016. godini. Nešto niži udio financiranja države od strane mirovinskih



fondova (u 2015. godini preko 80%) je posljedica dospijea kratkoročnih financijskih instrumenata, čije je refinanciranje bilo namijenjeno primarno poslovnim bankama.

Uz državu, zabilježili smo i prvo izdanje obveznica izdavatelja Zagrebački holding d.o.o. na lokalnom tržištu gdje su mirovinski fondovi sudjelovali s približno 23% izdanja, a čime su uspješno refinancirane inozemne obveze navedenog izdavatelja. Dodatno, mirovinski fondovi predstavljaju značajnog kupca kako na kratkoročnom financiranju (emisije trezorskih zapisa), tako i na međunarodnom tržištu obveznica RH. Tako primjerice obvezni mirovinski fondovi prema podacima s kraja 2016. godine u svojim portfeljima drže između 17% i 39% izdanja dugoročnih hrvatskih Euroobveznica<sup>2</sup>. Takva stabilnost baze investitora je iznimno bitna kod sekundarnog trgovanja, odnosno određivanja uvjeta izdanja (rok dospijea, kupon), tako da mirovinski fondovi u značajnoj mjeri utječu i na uvjete vanjskog financiranja RH.

Novim Zakonom liberalizirani su pojedini segmenti ulagačke politike mirovinskih fondova, a tijekom 2016. godine određene izmjene su zaživjele i kroz konkretnija ulaganja imovine fondova. Naime, novi Zakon propisuje značajniju mogućnost ulaska u vlasničku strukturu izdavatelja vlasničkih vrijednosnih papira uvrštenih na uređeno tržište, čiji je izdavatelj dioničko društvo sa sjedištem u RH, drugoj državi članici EU ili državi članici OECD-a. Tako je pojedinom mirovinskom fondu omogućeno stjecanje do 20% jednog izdanja prenosivih vlasničkih vrijednosnih papira, odnosno preko 20% uz uvjet da takvo ulaganje ne prelazi 2% ukupne imovine pojedinog fonda. U budućnosti očekujemo da će se regulatorni okvir i dalje prilagođavati, kako investicijskom ciljevima i mogućnostima mirovinskih fondova, tako i potrebama krajnjih korisnika (javnog i privatnog sektora).

2016. godina bila je specifična po značajnim ulaganjima mirovinskih fondova u hrvatske turističke kompanije gdje su mirovinski fondovi bili u prilici značajnije iskoristiti nove limite ulaganja. Primjerice, najveća privatizacija tijekom 2016. godine u turističkom sektoru, tj. prodaja 50,08% društva Imperial d.d. Rab, izvršena je uspješno u trećem pokušaju i to upravo zahvaljujući sudjelovanju mirovinskog fonda. Nakon izvršene kupnje, sukladno zakonskoj obvezi, mirovinsko društvo je za račun fonda dalo zajedničku ponudu za preuzimanje ostatka dionica Imperial d.d. Rab s renominiranom domaćom turističkom kompanijom. Nadalje, u 2016. godini je realizirana i prodaja približno 23% udjela RH u hotelijerskoj kući HTP Korčula d.d. putem javne dražbe na Zagrebačkoj burzi uz sudjelovanje obveznih mirovinskih fondova.

Od ostalih ulaganja u turistički sektor izdvajamo značajno povećanje vlasničkih udjela transakcijama na sekundarnom tržištu u društvima Arenaturist d.d. iz Pule i Liburnia Riviera Hoteli d.d. iz Opatije te izravne dokapitalizacije društava HTP Korčula d.d. i Ilirija d.d.

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

---

<sup>2</sup> Euro denominirane obveznice dospijea 2022. i 2025., te USD denominirane obveznice dospijea 2023. i 2024.

društava. Također, mirovinska društva su u takvoj situaciji u mogućnosti znatno bolje zaštititi imovinu članova OMF-ova kroz različite mehanizme korporativnog upravljanja.

Od ulaganja u druge sektore, ističemo pojedinačno najveću privatizaciju državnog portfelja kroz prodaju 20% udjela u Končar-Elektroindustriji d.d. u iznosu od 360 milijuna kuna. Javnim pozivom na temelju Zakona o upravljanju i raspolaganju imovinom u vlasništvu RH, OMF-ovi su praktički dosegli 50% vlasništva u navedenom društvu.

Također, bitno je naglasiti i daljnje povećanje udjela u društvima Atlantic Grupa d.d. te Podravka d.d. i to kroz više transakcija na sekundarnom tržištu gdje su na strani prodaje bili strani institucionalni investitori. U društvu Podravka d.d. se predmetnim transakcijama udio obveznih mirovinskih fondova krajem 2016. godine popeo na 45% vlasništva.

Nastavno na korporativno upravljanje, mirovinska društva osim kroz aktivno glasanje na skupštinama izdavatelja sukladno prije definiranim smjernicama, a ponegdje i kroz izravno članstvo u Nadzornim odborima, pokušavaju uvesti najbolju praksu korporativnog upravljanja. Cilj je unaprijediti poslovne procese unutar izdavatelja i povećati njegovu održivu razinu profitabilnosti uz istovremeno smanjivanje rizika poslovanja. Sukladno tome, mirovinska društva aktivno potiču prelazak izdavatelja u viši segment uređenog tržišta Zagrebačke burze (iz redovitog na službeno tržište), čime se povećava transparentnost poslovanja i standard korporativnog upravljanja (primjerice tijekom 2016. godine izdavatelji Arenaturist d.d. i Zagrebačka burza d.d. su napravili taj korak više u zaštiti svojih dioničara).

Što se tiče tržišta korporativnih obveznica, nažalost, i dalje ne bilježimo značajnije povećanje volumena izdanja. Naime, kako su do sada taj oblik financiranja koristila uglavnom društva s višim stupnjem zaduženosti, i to kao neosigurane instrumente, ne postoji značajniji interes mirovinskih fondova za takav oblik ulaganja imovine članova. Izdvaja se izdavatelj Atlantic Grupa d.d. koji je uspješno završio izdanje obveznice u iznosu od 200 milijuna kuna, a čija su sredstva utrošena za refinanciranje dospjelih obveza te za financiranje radnog kapitala. Mirovinski fondovi su činili približno 25% cjelokupnog izdanja obveznice navedenog izdavatelja.

Zanimljiva novost iz Zakona je ukidanje određenih ograničenja kada je u pitanju mogućnost ulaganja u prenosive dužničke ili prenosive vlasničke vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području RH. 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 2016. 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 RH da klasificira izdavatelja tih vrijednosnih papira kao namjenskog izdavatelja u financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata. S obzirom na trendove na svjetskim financijskim tržištima, gdje se upravo u tom segmentu mirovinski fondovi pojavljuju kao najznačajniji ulagači te potrebe RH u području refinanciranja financijskih obveza infrastrukturnih projekata, smatramo da upravo domaći OMF-ovi mogu značajno doprinijeti razvoju takvih vrsta ulaganja. To vrijedi pogotovo za slučajeve kada bi to rezultiralo smanjenjem javnog duga RH, a što bi

imalo značajne pozitivne posljedice prema smanjenju percepcije državnog rizika, odnosno manjim troškovima zaduženja.

## 8. Očekivane mirovine i budućnost mirovinske reforme

Podsjetimo da je Republika Hrvatska krenula s reformom mirovinskog sustava zbog neodrživosti sustava generacijske solidarnosti, a što je potvrđeno i naglim pogoršanjem omjera osiguranika i umirovljenika s 4:1 u osamdesetima na 1,5:1 u devedesetima. Procjene budućih demografskih trendova, promjene na tržištu rada, makroekonomska nesigurnost te smanjivanja socijalnih prava samo su dodatno naglašavale potrebu za promjenom. Izračuni koji su napravljeni na početku mirovinske reforme i koji su osiguravali primjerenost, održivost, otpornost, financijsku dostupnost, predvidivost i pravednost mirovina izmijenjeni su brojnim intervencijama u sustavu te su doveli do njegovog derogiranja. Tu se prvenstveno misli na dodatak za članove koji ostaju samo u 1. stupu čime je stvorena nova nepravda za sve buduće umirovljenike, članove obveznih mirovinskih fondova, koji 75 posto od ukupnih doprinosa uplaćuju u 1. stup. Usprkos tome te nepovoljnim zakonskim izmjenama, mirovina iz 2. stupa stvara veću novostvorenu vrijednost.

Napravljena je simulacija izračuna mirovine s četiri primjera bruto plaće (19.000 kuna, 10.000 kuna, 7.752 kuna i 5.000 kuna). Prema modelima koji uzimaju u obzir sve relevantne parametre 57 posto mirovine dolazi iz 1. stupa, a čak 43 posto mirovine iz 2. stupa. Osiguranik s prosječnom plaćom (prosječna bruto plaća u 2016. iznosila je 7.752 kuna) imat će 2.256 kuna mirovine iz 1. stupa i 1.693 kuna mirovine iz 2. stupa. Uzevši u obzir da na svake 3 kune uplaćene u 1. stup uplaćujemo jednu kunu u 2. stup, ovaj izračun ukazuje na to da svaka kuna uplaćena u 2. stup vrijedi kao 2,3 kune uplaćene u 1. stup. (pretpostavka za ovaj izračun je: osoba s 40 godina radnog staža, koja tek stupa u svijet rada, u mirovini u 67. godini; realni prinos mirovinskog fonda 3 posto).

Tablica 9: Izračun mirovina iz 1. i 2. stupa

|             |                         | Dob odlaska u mirovinu |         |        |                      |         |        |                             |         |        |
|-------------|-------------------------|------------------------|---------|--------|----------------------|---------|--------|-----------------------------|---------|--------|
| Bruto plaća | Neto plaća (18% prirez) | 62 – 35 godina staža   |         |        | 65 – 35 godina staža |         |        | 67 - 40 godina radnog staža |         |        |
|             |                         | 1. stup                | 2. stup | Ukupno | 1. stup              | 2. stup | Ukupno | 1. stup                     | 2. stup | Ukupno |
| 5.000       | 3.943                   | 1.635                  | 725     | 2.360  | 1.635                | 806     | 2.441  | 1.950                       | 1.092   | 3.042  |
| 7.752       | 5.521                   | 1.635                  | 1.125   | 2.760  | 1.768                | 1.249   | 3.017  | 2.256                       | 1.693   | 3.949  |
| 10.000      | 6.811                   | 1.977                  | 1.451   | 3.428  | 2.281                | 1.611   | 3.892  | 2.910                       | 2.184   | 5.094  |
| 19.000      | 11.972                  | 3.756                  | 2.756   | 6.512  | 4.333                | 3.062   | 7.395  | 5.529                       | 4.150   | 9.679  |

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

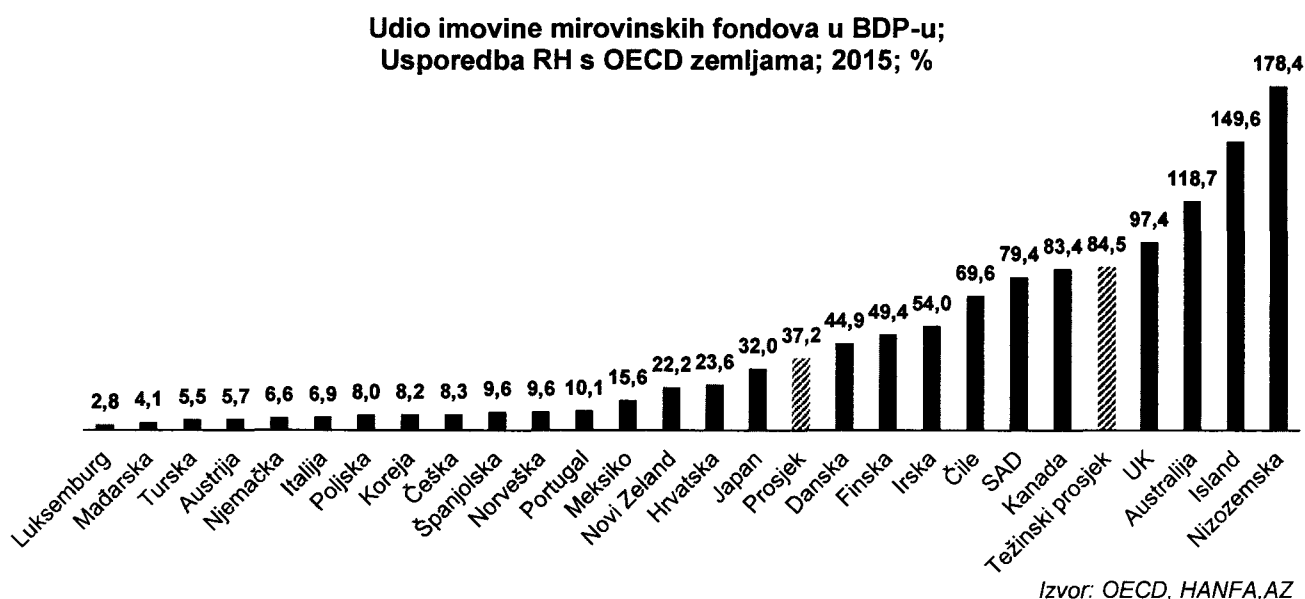
Izrazito nepovoljna demografska kretanja sa sve većim brojem umirovljenika, sve manjim brojem radno aktivnog stanovništva i nemogućnosti proračunskog financiranja budućih mirovina bili su razlog uvođenja kapitaliziranog mirovinskog sustava u kojem će osobna imovina u obveznim mirovinskim fondovima 2.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

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

### 8.1 Učinci reforme mirovinskog sustava

Udio imovine mirovinskih fondova u veličini nacionalne ekonomije, mjereno udjelom u BDP-u, predstavlja ključni indikator značaja pojedinog mirovinskog sustava. Ukupna imovina pod upravljanjem obveznih mirovinskih fondova u RH na kraju 2016. godine iznosila je preko 84 milijarde kuna što iznosi 23,6% udjela u BDP-u Hrvatske, čime je premašen minimum od 20% kojim se po definiciji OECD-a neki mirovinski sustav svrstava u „zrele“ mirovinske sustave. Dodatno, gledajući od 2009. godine, Hrvatska je među tri vodeće zemlje po rastu udjela imovine mirovinskog sustava u BDP-u. Na slici 9 dan je usporedni prikaz udjela imovine mirovinskih fondova u BDP-u sa zemljama OECD-a za 2015. godinu za koju imamo usporedive podatke.

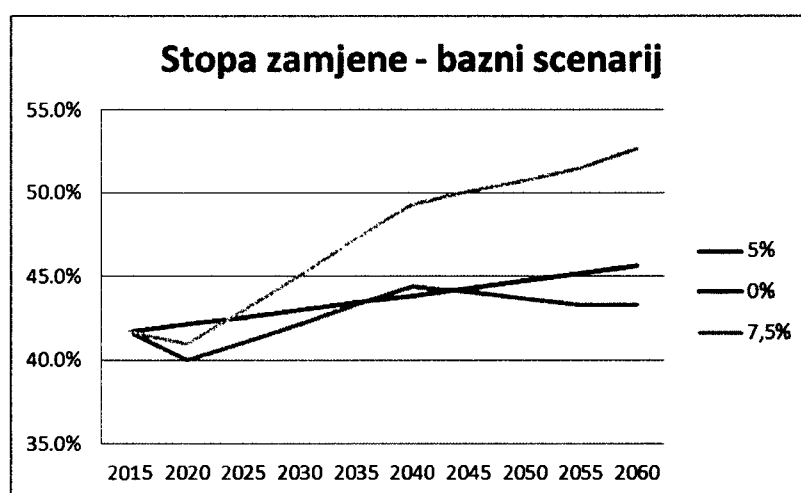
Slika 9: Udio imovine mirovinskih fondova u BDP-u pojedinih država



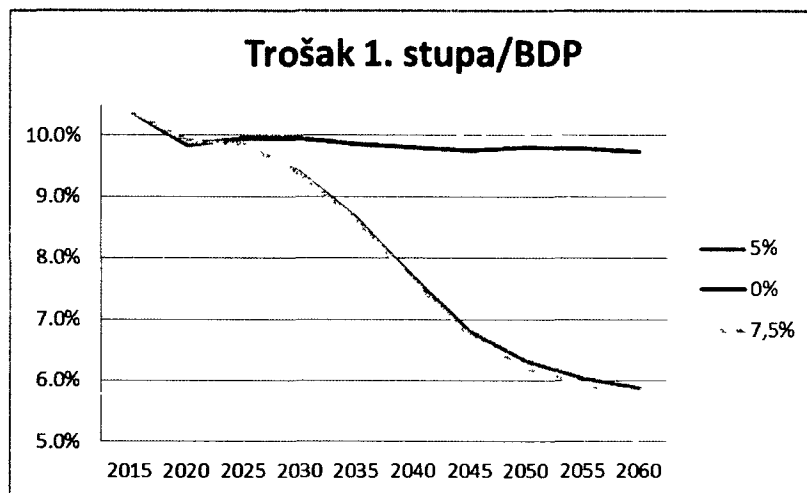
Studija „Demografija, i mogući scenariji mirovinskog sustava u RH do 2060.“, koju je za potrebe konferencije HANZA medije „Demografija – refleksije na mirovinski sustav“ iz veljače 2017. godine napravio Željko Bedenic iz Raiffeisen mirovinskog osiguravajućeg društva, pokazuje utjecaj tri scenarija: nastavak izdvajanja doprinosa u 1. i 2. stup prema sadašnjem omjeru (15% : 5%), zamrzavanje uplata u 2. stup (20% : 0%) te povećanje doprinosa izdvajanja u 2. stup za 2,5% (7,5% : 12,5%) uz niz drugih pretpostavki. Studija pokazuje da u scenariju zadržavanja postojećih stopa izdvajanja za doprinose u mirovinski sustav za 1. i 2. stup od 15% i 5% do 2060. godine dolazi samo do blagog povećanja stope zamjene, tj. omjera početne mirovine i zadnje neto plaće, i to sa 41,7% s kraja 2015. do 43,3% do kraja 2060. godine (slika 10). U istom razdoblju manjak HZMO-a (isplate samo za 1. stup) se smanjuje u odnosu na BDP s 4,2% do 0,9%, dok se trošak 1. stupa u odnosu na BDP smanjuje s 10,4% na 5,9% (slika 11).

Nadalje, studija pokazuje da bi se u slučaju zamrzavanja uplata u 2. stup manjak HZMO povećao s početnih 2,1% BDP-a (kratkoročni efekt preusmjeravanja doprinosa u 1. stup) na 2,8% BDP-a, dok bi se trošak 1. stupa u odnosu na BDP samo blago smanjio s 10,4% na 9,8% (slika 11). Iako se stopa zamjene u ovom scenariju povećava s početnih 41,7% na 45,6% (slika 10), što je neznatno više nego u scenariju zadržavanja postojećih stopa doprinosa za 1. i 2. stup, analiza scenarija u kojem bi došlo do povećanja stope izdvajanja u 2. stup na 7,5% pokazuje da stopa zamjene raste na 52,7% do kraja 2060. godine (slika 10). U istom razdoblju dolazi do smanjenja manjka HZMO-a do iznosa od 0,8% BDP-a te smanjenja troška 1. stupa do 5,7%.

Slika 10: Očekivano kretanje stope zamjene za određene stope izdvajanja za 2. stup

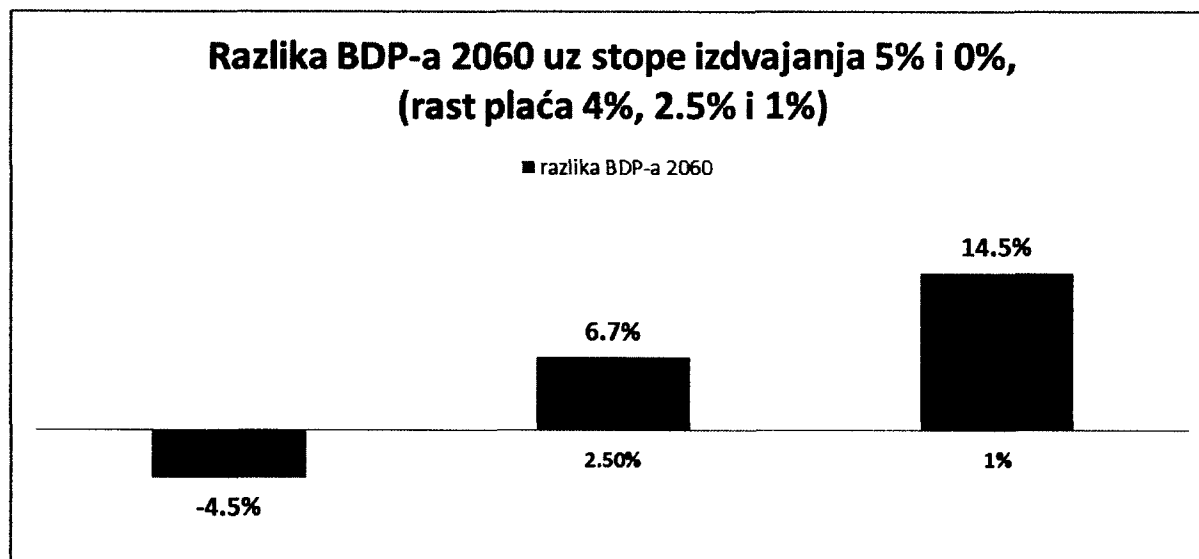


Slika 11: Očekivano kretanje troška 1. stupa u odnosu na BDP za određene stope izdvajanja za 2. stup



Rezultati simulacija ovise i o drugim čimbenicima, a jedna od njih je i rast plaća. Scenarij koji simulira različite stope rasta plaća, i to za većinu realno ostvarivih stopa rasta, pokazuje očitu prednost većeg izdvajanja za 2. stup za rast BDP-a (slika 12).

Slika 12: Očekivana razlika BDP-a Republike Hrvatske u 2060. godini za različite stope izdvajanja za 2. stup i rast plaća



Iz navedenih scenarija vidljiva je očita prednost mirovinskog sustava koji uključuje i 1. i 2. stup i gdje dolazi do postepenog povećanja stope izdvajanja za 2. stup, kako za povećanje budućih mirovina tako i za stabilnost državnog proračuna RH vezanom uz isplate iz sustava generacijske solidarnosti te ukupnog rasta BDP-a.

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

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

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

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

Demografska studija profesora Šterca iz 2017. godine potvrđuje daljnja nepovoljna demografska kretanja u RH te navodi kako zabrinjava činjenica kako je broj umirovljenika i broj nezaposlenih od 1.441.166 osoba gotovo jednak ukupnom broju aktivnih osiguranih radnika od 1.466.654 osoba, a tek neznatno manji od broja zaposlenih po Državnom zavodu za statistiku od 1.589.000 osoba. Pritom, kako navodi, od neaktivnih nisu još niti spomenuti učenici osnovnih i srednjih škola, studenti i nesposobni za rad (ukupno oko 650.000 osoba). Nadalje navodi da je nezaposlena, umirovljenička i ostala neaktivna populacija veća od zaposlene za preko 500.000 osoba; sve ove činjenice čine sustav neodrživim u dužem vremenskom razdoblju.

U zaključcima svoje studije prof. Šterc navodi kako će se klasični mirovinski sustav iz temelja morati mijenjati uvođenjem usmjerene štednje za osiguravanje budućnosti jer model sa samo jednim stupom neće moći izdržati pritiske, kako zbog demografskih parametara tako i zbog negativnih trendova.

Zaključno, a vezano uz budućnost mirovinske reforme u Republici Hrvatskoj, navodimo nalaze i preporuke dvije nezavisne studije te zaključaka konferencije HANZA medije „Demografija – refleksije na mirovinski sustav“ iz veljače 2017. godine.

Zaključci studije Ekonomskog instituta iz 2011. kažu da je na strateškoj razini uravnoteženje i kontrolu demografskih i sustavnih rizika najbolje postići odgovarajućom kombinacijom javnog mirovinskog sustava baziranog na tekućoj raspodjeli (1. stup) i kapitaliziranog sustava (2. stup). Izračuni u ovoj studiji ukazuju da uvođenje 2. stupa nije izvor problema u hrvatskom mirovinskom sustavu, već su posljedica promjena u 1. stupu nakon uvođenja reforme. Projekcije Ekonomskog instituta pokazuju da sadašnji hrvatski mirovinski sustav u budućnosti neće imati problema s financijskom održivošću, tj. ne

bi trebalo doći do prekomjernog rasta javnih izdataka za mirovine i to usprkos negativnim demografskim tendencijama. Naime, u budućnosti će doći do aktiviranja mirovina iz 2. stupa te će posljedično tome doći do smanjivanja isplata iz 1. stupa što će olakšati buduće fiskalne situacije.

Nedavna studija IFO instituta iz Münchena u svom zaključku o mogućim reformama 2. stupa u Republici Hrvatskoj navodi da je potrebna njegova daljnja ekspanzija. Ista se može kombinirati s povećanjem ukupnog izdvajanja za mirovinske doprinose, ali ne smanjenjem izdvajanja za 1. stup već povećanjem ukupne stope izdvajanja za mirovinske doprinose, a koja trenutno iznosi 20% bruto plaće. Također, studija ističe da povećanje doprinosa za 2. stup ne bi trebalo odgađati s obzirom da je takav iskorak najprimjereniji zbog demografskog starenja populacije. Projekcije IFO instituta pokazuju da je moguć održiv prijelaz prema financijski stabilnom mirovinskom sustavu s adekvatnim budućim mirovinskim davanjima usprkos trenutnim dilemama.

Na konferenciji „Demografija – refleksije na mirovinski sustav“, na kojoj se raspravljalo o demografskim kretanjima i utjecaju na mirovinski sustav, odnosno projekcijama održivosti mirovinskog sustava u Republici Hrvatskoj, rečeno je da će Vlada razmotriti povećanje stope doprinosa za drugi stup, do kraja mandata s pet na šest posto i istodobno smanjiti stopu doprinosa za 1. stup s petnaest na četrnaest posto, naravno uz pretpostavku dobrih prilika u gospodarstvu i pozitivnog utjecaja na državni proračun.