

# Alternativna ulaganja i mirovinski fondovi

---

Jusup, Lucija

Master's thesis / Diplomski rad

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:930800>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-01**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**  
**Poslovna ekonomija, smjer Financije**

# **ALTERNATIVNA ULAGANJA I MIROVINSKI FONDOVI**

**Diplomski rad**

**Lucija Jusup**

**Zagreb, rujan, 2021.**

**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**  
**Poslovna ekonomija, smjer Financije**

# **ALTERNATIVNA ULAGANJA I MIROVINSKI FONDOVI**

**Diplomski rad**

**Student: Lucija Jusup**

**JMBAG: 0067552632**

**Mentor: Izv. prof. dr. sc. Jakša Krišto**

**Zagreb, rujan, 2021.**

## **Sažetak i ključne riječi na hrvatskom jeziku**

Hrvatski mirovinski sustav počiva na tri stupa koji predstavljaju kombinaciju međugeneracijske solidarnosti i individualne kapitalizirane štednje. Nepovoljni demografski trendovi u smislu starenja stanovništva i negativnog migracijskog salda kao i ograničena proračunska sredstva sve više govore u prilog individualne kapitalizirane štednje u mirovinskim fondovima. Trenutni mirovinski sustav ne uspijeva u potpunosti podmiriti izdatke za mirovine pa manjak nadoknađuje sredstvima iz proračuna što stvara pritisak na javne financije. Mirovinski fondovi prikupljena sredstva ulažu na tržištu kapitala s ciljem ostvarivanja prinosa. Promišljenim ulagačkim strategijama i diversifikacijom portfelja mirovinski fondovi mogli bi značajno doprinijeti postizanju primjerenih i adekvatnih mirovinskih primanja budućih umirovljenika. Trenutna situacija na tržištu kapitala obilježena je povijesno niskim kamatnim stopama, pa su mirovinski fondovi, kao i drugi investitori u potrazi za atraktivnijim klasama imovine koje bi im omogućile primjerenije prinose uz prihvatljivu razinu rizika, a sve u skladu sa zakonskim ograničenjima koja su im propisana Zakonom o obveznim mirovinskim fondovima i Zakonom o dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Stoga je cilj ovog diplomskog rada istražiti neke od alternativnih klasa imovine te mogućnosti ulaganja obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj u spomenutu imovinu. U tu svrhu istražene su specifičnosti municipalnih i projektnih obveznica, zelenih ulaganja te private equity i venture capital fondova, kao i mogućnosti implementacije navedenih instrumenata u hrvatskom kontekstu.

**Ključne riječi:** municipalne obveznice, projektne obveznice, zelena ulaganja, private equity, venture capital, regulativa, ograničenja ulaganja mirovinskih fondova

## **Abstract and key words**

The Croatian pension system, based on three pillars, represents a combination of pay-as-you-go schemes and individually capitalized savings. Due to unfavorable demographic trends in terms of population aging and negative migration balance as well as budgetary limitations, it seems that the future adequacy of the pension system depends on individual capitalized savings in pension funds. The current pension system fails to cover pension expenditures, so the deficit compensates from the state budget, which puts pressure on public finances. Pension funds invest in the capital market intending to achieve returns. Through well-thought-out investment strategies and portfolio diversification, pension funds could contribute to achieving an adequate

and sustainable pension system. Currently, the capital market records historically low interest rates, so pension funds and other investors are looking for more attractive asset classes. Therefore, this master thesis aims to explore some of the alternative asset classes and the potential of investing in these assets. For this purpose, the master thesis describes the main features of municipal and project bonds, green investments, private equity, and venture capital, considering the possibility of implementing these instruments in the Croatian context.

**Keywords:** municipal bonds, project bonds, green investments, private equity, venture capital, regulations, pension funds investment restrictions

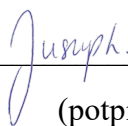
## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

U Zagrebu, 14.9.2021. godine

  
\_\_\_\_\_  
(potpis)

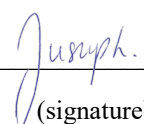
## STATEMENT ON ACADEMIC INTEGRITY

I hereby declare and confirm with my signature that the final thesis is exclusively the result of my own autonomous work based on my research and literature published, which is seen in the notes and bibliography used.

I also declare that no part of the paper submitted has been made in an inappropriate way, whether by plagiarizing or infringing on any third person's copyright.

Finally, I declare that no part of the paper submitted has been used for any other paper in another higher education institution, research institution or educational institution.

In Zagreb, 14.9.2021.

  
\_\_\_\_\_  
(signature)

## SADRŽAJ

<b>1. UVOD</b> .....	1
<b>1.1. Predmet i cilj rada</b> .....	1
<b>1.2. Izvori podataka i metode istraživanja</b> .....	1
<b>1.3. Sadržaj i struktura rada</b> .....	2
<b>2. ANALIZA POSTOJEĆEG STANJA MIROVINSKOG SUSTAVA I UVJETA NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU</b> .....	3
<b>2.1. Mirovinski sustav u Republici Hrvatskoj</b> .....	3
<b>2.2. Važnost mirovinske štednje</b> .....	7
<b>2.3. Uvjeti na financijskom tržištu</b> .....	13
<b>3. REGULATORNI OKVIR MIROVINSKIH FONDOVA</b> .....	20
<b>3.1. Zakon o obveznim mirovinskim fondovima</b> .....	20
<b>3.2. Tržište obveznih mirovinskih fondova</b> .....	26
<b>3.3. Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima</b> .....	29
<b>3.4. Tržište dobrovoljnih mirovinskih fondova</b> .....	32
<b>3.5. Europske smjernice i regulative</b> .....	34
<b>4. ALTERNATIVNE KLASSE ULAGANJA</b> .....	37
<b>4.1. Municipalne obveznice</b> .....	37
<b>4.2. Projektne obveznice</b> .....	39
<b>4.3. Zelena ulaganja</b> .....	42
<b>4.4. Private equity i venture capital fondovi</b> .....	44
<b>5. PROSTOR ZA IMPLEMENTACIJU U REPUBLICI HRVATSKOJ</b> .....	49
<b>5.1. Municipalne obveznice kao oblik financiranja potreba lokalne samouprave</b> .....	49
<b>5.2. Projektne obveznice kao način financiranja infrastrukturnih projekata</b> .....	53
<b>5.3. Potencijal zelenih projekata i ulaganja</b> .....	55
<b>5.4. Potencijal private equity i venture capital fondova</b> .....	57
<b>6. ZAKLJUČAK</b> .....	62
<b>POPIS IZVORA</b> .....	64
<b>POPIS SLIKA</b> .....	68
<b>POPIS TABLICA</b> .....	68
<b>ŽIVOTOPIS</b> .....	69

## **1. UVOD**

### **1.1. Predmet i cilj rada**

Mirovinski sustav, kroz svoju funkciju zaštite sadašnjih i budućih umirovljenika od rizika siromaštva, predstavlja jednu od najvažnijih komponenti socijalne sigurnosti svake države. Okosnicu suvremenih mirovinskih sustava čine mirovinski fondovi koji se u Republici Hrvatskoj dijele na obvezne i dobrovoljne. Iako se u Republici Hrvatskoj kao i u brojnim drugim državama svijeta dio mirovina isplaćuje iz državnog proračuna, zbog nepovoljnih demografskih trendova i proračunskih ograničenja, ovu pojavu će u budućnosti trebati još snažnije supstituirati kapitaliziranom mirovinskom štednjom. Sve nepovoljniji omjer radno aktivnog stanovništva i umirovljenika, iseljavanje radno sposobnog stanovništva, visok udio nezaposlenosti mladih, preopterećenost državnog proračuna i rastući dug države govore u prilog jačanju obvezne i dobrovoljne kapitalizirane štednje u sklopu mirovinskih fondova. U Republici Hrvatskoj osnivanje, rad, kao i dozvoljena ulaganja odnosno dopuštene klase imovine uređuje Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, odnosno Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Mirovinski fondovi u više su navrata pokazali da pametnim usmjeravanjem svojih ulaganja mogu biti pokretači hrvatskog gospodarstva. Uzimajući u obzir ranije spomenute izazove s kojima se suočava mirovinski sustav, a dodamo li tome trenutnu situaciju na financijskom tržištu koje karakteriziraju povijesno niske kamatne stope i prinosi, te upitan budućni smjer hrvatskog gospodarstva načetog globalnom pandemijom, moguće je da će se u budućnosti mirovinski fondovi kao najznačajniji institucionalni ulagači u Republici Hrvatskoj ipak morati okrenuti nekim manje standardnim klasama imovine.

Cilj ovog diplomskog rada je istražiti neke od alternativnih klasa imovine, teorijski i praktično, te istražiti mogućnosti ulaganja obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj u alternativne klase imovine.

### **1.2. Izvori podataka i metode istraživanja**

Diplomski rad izrađen je na temelju obrade sekundarnih izvora podataka i na temelju dosad stečenog znanja autora. U istraživanju su korišteni sekundarni izvori podataka poput domaće i strane znanstvene i stručne literature te dostupna online istraživanja i radovi. Za izradu rada posebno su bila važna istraživanja i izvještaji uglednih međunarodnih organizacija i tijela, poput Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD), Europske komisije, Eurostata i drugih. Od domaćih izvora posebno su važni podaci i priopćenja koja plasira Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), kao i zakoni publicirani u Narodnim novinama od



čega je poseban naglasak na Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima i Zakonu o dobrovoljnim mirovinskim fondovima.

Korištene metode istraživanja podrazumijevaju analizu podataka na temelju proučavane i dostupne literature te izradu tablica i formiranje mišljenja i zaključaka na temelju analiziranih sekundarnih izvora podataka.

### **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Rad problematizira temu kroz uvod, četiri poglavlja razrade i zaključak. Dodatak radu su i popisi slika, tablica, grafova i literature. Najprije su analizirane glavne karakteristike hrvatskog mirovinskog sustava, definirana uloga mirovinskih fondova te važnost mirovinske štednje, a sve u kontekstu aktualnog stanja na financijskom tržištu i postojećih regulatornih ograničenja. Osim hrvatskih zakona, rad se dotiče i osnovnih europskih smjernica i regulativa usmjerenih na mirovinske fondove. U nastavku rada naglasak je na pojašnjenju specifičnosti municipalnih i projektnih obveznica, zelenih ulaganja te private equity i venture capital fondova. Ovi instrumenti su detaljnije pojašnjeni kao i osnovne prednosti izdavanja i/ili ulaganja u njih. Naposljetku, istražen je potencijal, ali i prepreke za implementaciju takvih ulaganja u Republici Hrvatskoj.

## 2. ANALIZA POSTOJEĆEG STANJA MIROVINSKOG SUSTAVA I UVJETA NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU

### 2.1. Mirovinski sustav u Republici Hrvatskoj

Mirovinski sustav može se definirati kao skup pravnih normi, financijskih i institucionalnih aranžmana kojima se regulira osiguranje od rizika starosti, invalidnosti i gubitka hranitelja.<sup>1</sup> Mirovinski sustav ostvaruje ciljeve zaštite mirovinskih primanja od rizika dugovječnosti, trebao bi pokriti granicu siromaštva i egzistencijalni minimum za sve osiguranike te ostvariti druge distribucijske učinke.<sup>2</sup> Iz same definicije razvidno je kako mirovinski sustav predstavlja jednu od najvažnijih komponenti socijalne sigurnosti neke zemlje. Mirovinsko osiguranje također predstavlja jedan od temeljnih sustava države blagostanja te ima specifičnosti koje opravdavaju državnu intervenciju u ovo područje. Preraspodjela dohotka i poboljšanje položaja umirovljenika temeljni su razlozi za intervenciju kao i nedostatak dalekovidnosti kod pojedinaca što ih sprječava da na vrijeme promišljaju o mirovinskoj štednji i uštede dovoljno sredstava. Paternalistička uloga države u ovom području opravdava se i činjenicom da tržište teško može osigurati adekvatnu rentu u starosti. Naime, kupnjom privatnog osiguranja može se ujednačiti individualna potrošnja tokom cijelog života, ali što kupac osiguranja duže živi, osiguratelj manje zarađuje i obrnuto. Dakle, ovakav sustav je dobra prilika za one s očekivanom iznadprosječnom životnom dobi, ali ne i za one s ispodprosječnom očekivanom životnom dobi. Pridoda li se tome i problem asimetričnih informacija, koji će dovesti do toga da se više osiguravaju oni s iznadprosječnom očekivanom životnom dobi, lako može doći do propadanja takvog sustava. Doda li se tome i činjenica da će određen broj ljudi odustati od privatne štednje očekujući pomoć države u starijoj dobi, moguće je da privatni osiguratelji neće imati interesa u pružanju ove vrste osiguranja. Upravo stoga mirovinsko osiguranje je obavezno u većini država te država osigurava barem određenu materijalno-pravnu zaštitu starijim osobama.<sup>3</sup>

U suvremenoj i suverenoj Republici Hrvatskoj mirovinsko osiguranje je ustavno pravo svakog zaposlenog građanina i njihovih članova obitelji sukladno Ustavu iz prosinca 1990. godine, no put do mirovinskog sustava kakav danas poznajemo trajao je više od stoljeća. Razvoj mirovinskih sustava veže se uz njemačkog kancelara Otta von Bismarcka koji je krajem 19.

---

<sup>1</sup> Puljiz, V. (2007.), Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, povijest, perspektive, Revija za socijalnu politiku, 14 (2), 163-192.

<sup>2</sup> Barr, N. (2004.) The Economics of the Welfare State, Oxford University Press, Oxford

<sup>3</sup> Šimović, H., Deskar-Škrbić, M., (2020.), Ekonomika javnog sektora: s hrvatskim primjerima, Zagreb, Arhivanalitika

stoljeća kreirao prvi državni mirovinski sustav. Početkom 20. stoljeća i u ponešto izmijenjenom obliku, Bismackove ideje došle su i do Hrvatske koja je u to vrijeme bila sastavni dio Austro-Ugarske Monarhije. Prve mirovine na teritoriju Hrvatske vezale su se uz vojnike, njihove udovice, državne službenike te rudare s obzirom da je austrijski zakon obvezivao vlasnike rudnika na osiguranje radnika na radu, ali i u starosti. Treba napomenuti kako je još 1922. godine usvojen Zakon o socijalnom osiguranju radnika koji je radnike štitio od rizika bolesti, starosti i nesreće na radu. Nažalost, zbog teške političke i ekonomske situacije u zemlji Zakon nije proveden sljedećih petnaest godina. Nakon Drugog svjetskog rata razvoj mirovinskog osiguranja dalje napreduje. Osnivaju se zajednice socijalnog osiguranja kao samoupravne organizacije na razini općina, republika i federacije, a konstituiraju se i zavodi za mirovinsko osiguranje te se utemeljuju fondovi mirovinskog i invalidskog osiguranja. U ovom vremenu uvedeno je i dobrovoljno mirovinsko osiguranje koje je obuhvatilo samostalne obrtnike, ugostitelje i prijevoznike, a kasnije i poljoprivrednike.<sup>4</sup> U mnogočemu je mirovinsko osiguranje koje se tada provodilo na hrvatskom teritoriju bilo slično mirovinskom osiguranju u zapadnim europskim državama te smo prijelaz u tržišno gospodarstvo dočekali s razvijenim mirovinskim sustavom. Nepovoljno je što smo s tim sustavom naslijedili i probleme koji su se posebno gomilali krajem osamdesetih godina zbog gospodarske krize i pogoršanja omjera osiguranika i umirovljenika, a kulminirali su u ratnim i poslijeratnim godinama. Rat i tranzicija su dodatno zakomplicirali situaciju te se smanjio broj osiguranika, a povećao broj umirovljenika što je preopteretilo tada jedini pay-as-you-go sustav međugeneracijske solidarnosti. Već u prvim godinama samostalnosti postalo je jasno da će sustav trebati reformirati što se i dogodilo, najprije 1999., a zatim i 2002. godine.

Reforma 1999. godine naziva se i parametarska reforma jer se promjenom određenih parametara nastojalo racionalizirati postojeći sustav međugeneracijske solidarnosti. Pa je tako odlučeno da se podigne dob odlaska u mirovinu, čime bi se postiglo da do 2008. godine, muškarci odlaze u mirovinu sa 65, umjesto ranijih 60, a žene sa 60 godina, umjesto ranijih 55 godina. Drugo, odlučeno je da se poveća razdoblje zaposlenosti na temelju kojeg se računa mirovina s prijašnjih deset najboljih godina, na od 2010. cijeli radni vijek. Navedeno dovodi do smanjenja osnovice za obračun mirovine i posljedično, nižih mirovina. Zatim, promijenjen je način indeksacije, pa se mirovine više ne usklađuju samo prema plaćama, nego 50% prema plaćama, 50% prema cijenama, odnosno troškovima života. Nadalje, pooštreni su uvjeti za

---

<sup>4</sup> Puljiz, V. (2007.), Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, povijest, perspektive, Revija za socijalnu politiku, 14 (2), 163-192.

odlazak u prijevremenu starosnu mirovinu i u invalidsku mirovinu te je promijenjen postupak utvrđivanja invaliditeta. Uvedena je i nova formula izračuna mirovina koja se temelji na bodovnom sustavu.<sup>5</sup> Cilj navedenih i svih drugih promjena koje su stupile na snagu 1999. bio je u smanjivanju troškova, sprječavanju rapidnog rasta broja umirovljenika te ublažavanju pritiska na sustav međugeneracijske solidarnosti. Iako je reforma dala rezultate, u hrvatskom mirovinskom sustavu bile su nužne strukturne promjene.

2002. godine uslijedila je strukturna reforma hrvatskog mirovinskog sustava te je uz postojeći sustav međugeneracijske solidarnosti uveden i sustav individualne kapitalizirane štednje. Reforma je provedena po uzoru na model Svjetske banke, odnosno kombinirani model mirovinskog sustava koji počiva na tri odvojena mirovinska stupa:

I. stup je sustav međugeneracijske solidarnosti,

II. stup je sustav obveznog mirovinskog osiguranja na načelu kapitalizirane štednje,

III. stup je dobrovoljno mirovinsko osiguranje na načelu kapitalizirane štednje.<sup>6</sup>

U Republici Hrvatskoj prvi i drugi stup su obvezni, a treći dobrovoljan. Prvi stup je zapravo ranije spomenuti sustav međugeneracijske solidarnosti, kojim upravlja država, točnije Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje i u koji trenutni zaposlenici uplaćuju 15% doprinosa iz bruto plaće za mirovine trenutnih umirovljenika. Drugi i treći stup temelje se na načelu individualne kapitalizirane štednje, s razlikom da je drugi stup obavezan, a treći dobrovoljan. Riječ individualna pokazuje da je riječ o izdvajanju sredstava za vlastitu mirovinu, a kapitalizirana pokazuje da se na izdvojena sredstva očekuje određeni prinos. Za drugi stup izdvaja se 5% doprinosa iz bruto plaće koji se pohranjuju na osobnom računu u mirovinskom fondu koji je odabran pri zaposlenju. Također, reformom je odlučeno da u drugi mirovinski stup obvezno ulaze svi osiguranici koji su 2002. godine imali manje od 40 godina, a oni koji su imali između 40 i 50 godina mogli su samostalno odlučiti žele li ući i u drugi stup.<sup>7</sup> Treći stup je potpuno dobrovoljan i predstavlja dodatnu štednju za starost. Ne postoje ograničenja vezana uz dob, zaposlenje ili primanja, a visina, trajanje i dinamika uplata u fond ovisi o osobnim preferencijama i mogućnostima osiguranika. Ovaj oblik štednje podupire država isplatom 15%

---

<sup>5</sup> Puljiz, V. (2007.), Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, povijest, perspektive, Revija za socijalnu politiku, 14 (2), 163-192.

<sup>6</sup> The World Bank (1994.), Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect Old and Promote Growth, IBRD, Washington D.C., str. 18.

<sup>7</sup> Bejaković, P. (2007.) Mirovinski sustav, u: Ott, K. (ur.) Javne financije u Hrvatskoj (str. 101-110.), Zagreb, Institut za javne financije

poticaja na ukupno uplaćena sredstva do kraja kalendarske godine. Maksimalna godišnja potpora iznosi 750 kuna. Osnovna terminologija vezana uz obvezne i dobrovoljne mirovinske fondove bit će detaljnije razrađena u sklopu poglavlja 3 koje istražuje regulatorni okvir mirovinskih fondova.

S ciljem lakše kontrole i nadzora reformiranog mirovinskog sustava, osnovane su i dvije nove institucije: Agencija za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja (HAGENA), čije je ovlasti 2006. preuzela Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), te Središnji registar osiguranika (REGOS). REGOS nadzire osobne račune korisnika i izvještava ih o stanju i promjenama na računu.

Do danas su se zbile manje izmjene i dopune zakona te prilagodbe sustava, ali značajnijih promjena od 2002. godine nije bilo.

Kritičari mirovinske reforme ističu kako je uvođenje drugog stupa donijelo previsok tranzicijski trošak, to jest iznos koji iz uplaćenih doprinosa, umjesto u proračun, odlazi mirovinskim fondovima. Pojednostavljeno, uvođenjem drugog stupa, 5% doprinosa, umjesto u državni proračun odlazi mirovinskim fondovima pa taj iznos predstavlja tranzicijski trošak uvođenja kapitalizirane štednje. Posljedično, povećan je i deficit što se odražava i na stanje javnog duga. Od ostalih kritika treba istaknuti visoke operativne troškove društava za upravljanje mirovinskim fondovima. E. Fultz 2006. godine upozorava kako 20,6% sredstava u OMF-ima odlazi na naknade, a troškovi u javnom sustavu su 2007. godine iznosili tek 1,4%. U konačnici, obveznim mirovinskim fondovima zamjera se i dominantno ulaganje u državne obveznice jer ispada da na taj način kroz ostvarene prinose uzimaju novac poreznih obveznika i isplaćuju ga u korist pojedinaca osiguranih u sklopu drugog stupa. Vladimir Čavrak to slikovito objašnjava na sljedeći način: „Pretpostavimo da smo u dugogodišnjem razdoblju uložili 100 kuna u OMF-e, a oni su 70% tog novca plasirali u državne obveznice i ukamatali naš novac na 74,2 kune. To znači da imamo više novca za isplatu mirovina. No, to i nije baš tako! Nije zbog toga što je ta zarada od 4,2 kune ostvarena kupnjom obveznica Republike Hrvatske i u trenutku kada država iskupljuje obveznice mora platiti fondovima prinos na te obveznice od 4,2 kune. Kome pripadaju te kune? Opet tim istim poreznim obveznicima, dakle kao umirovljenik imam kapitalizaciju štednje u drugom stupu, a kao porezni obveznik u istom tom iznosu imam povećani porezni trošak jer moja država mora iskupiti (moje) obveznice da

plati prinos fondovima kojeg fond menadžeri meni prikazuju kao moju zaradu.“ Dodamo li tome i obračunate troškove upravljanja, efekt je još i gori.<sup>8</sup>

Iako su sve navedene kritike u potpunosti utemeljene, teško da bi ukidanje drugog stupa riješilo sve probleme hrvatskog mirovinskog sustava. Povratak tih 5% doprinosa u državni proračun smanjio bi, ali ne i u potpunosti pokrio deficit mirovinskog sustava koji bi se opet trebao nadoknaditi iz proračuna. Također, ukidanje drugog stupa poljuljalo bi ionako narušeno povjerenje građana u mirovinski sustav. Oduzimanje nečega za što se garantiralo da je individualna kapitalizirana štednja u drugom stupu i vraćanjem tih sredstava u državni proračun, naišlo bi se na otpor među osiguranicima. Prema istraživanju agencije Ipsos Puls Public Affairs iz 2014. godine, više od polovice ispitanika je protiv ukidanja drugog stupa te bi najradije nastavili štedjeti kao do sada, u prvom i drugom stupu, s tim da se relativna većina korisnika slaže da bi trebalo smanjiti izdvajanja u prvom i povećati izdavanja u drugom stupu.<sup>9</sup>

Također, sustav međugeneracijske solidarnosti koliko god prednosti ima, nastao je u vremenu kada je demografska slika Europe pa i Hrvatske, izgledala znatno drugačije. Danas, kada otprilike jedan zaposlenik radi za jednog umirovljenika, a ta brojka ima tendenciju pogoršanja u budućnosti, podcjenjivanje kapitalizirane štednje moglo bi biti vrlo rizično. Kapitalizirana štednja ukoliko se s dominantnog ulaganja u domaće državne vrijednosnice preusmjeri na neke alternativne klase imovine (naravno, u skladu sa zakonskim ograničenjima), ima potencijal da osigura budućim umirovljenicima primjerene mirovine bez ugrožavanja javnih financija.

## **2.2. Važnost mirovinske štednje**

Iz same definicije mirovinskog sustava proizlazi i njegova važnost. Zaštita od rizika siromaštva, bolesti ili nesreće, odnosno socijalna sigurnost koju pruža, spada među najvažnija civilizacijska dostignuća. U Hrvatskoj je do 2002. mirovinski sustav počivao isključivo na međugeneracijskoj solidarnosti i vjeri da će se država pobrinuti za pojedinca ili članove njegove obitelji. Uvođenjem individualne kapitalizirane štednje pokušalo se fokus barem djelomično prebaciti na individualnu odgovornost. Iako, je u mirovinskom sustavu Republike Hrvatske, kao i kod većine drugih, država nositelj mirovinskog osiguranja, kratkom analizom četiri osnovne komponente (demografska kretanja, ekonomska kretanja, stopa zamjene te

---

<sup>8</sup> Bežovan, G. (2019) Evaluacija procesa privatizacije mirovinskog sustava u Hrvatskoj. Revija za socijalnu politiku, 26 (1), 1-36

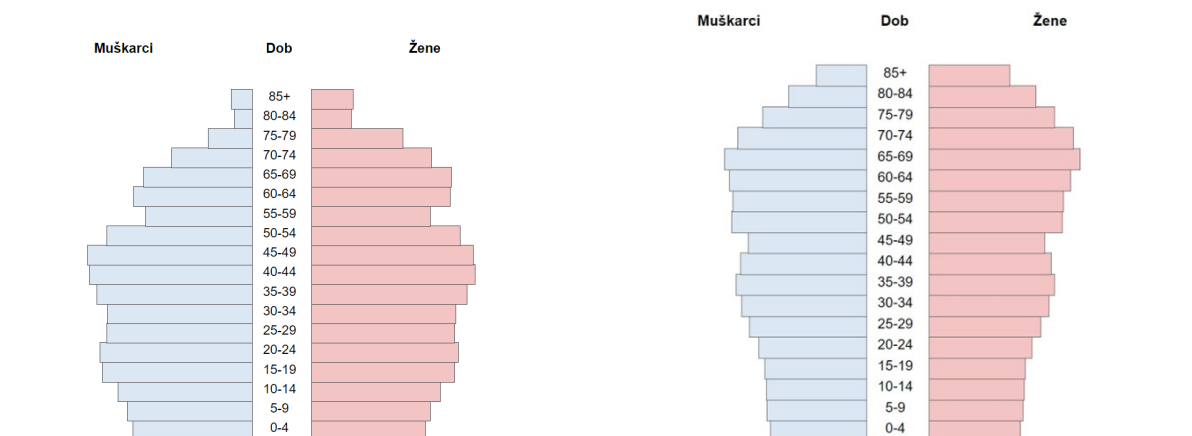
<sup>9</sup> Raiffeisenbank Austria (2014.) Prošlost, sadašnjost i budućnost mirovinskog sustava u RH [e-publikacija], preuzeto 5.7.2021. s <https://www.rmfi.hr>

siromaštvo i stopa socijalne isključenosti) vidljivo je zašto će u budućnosti individualna mirovinska štednja dobiti na značaju.

### Demografska kretanja

Prema popisu stanovništva iz 2011. godine Hrvatska je demografski stara nacija. Naime, UN-ova definicija govori kako je neka nacija stara ukoliko se manje od 20% stanovništva može svrstati u dobnu skupinu od 0 do 14 godina. U Hrvatskoj, prema podacima Državnog zavoda za statistiku, u navedenu skupinu spada tek 15% ukupnog stanovništva. Ipak, navedeni podatak samo je djelić puno šire slike. Nepovoljni demografski trendovi započeli su još devedesetih godina prošlog stoljeća. Hrvatska je zbog ratnog ozračja i stradanja počela bilježiti negativan prirodni prirast, odnosno veći broj umrlih od rođenih, a ovaj period obilježili su i emigracijski valovi. Nažalost ovo nije trend koji je ostao u devedesetima. Hrvatska i unazad 10 godina bilježi negativan prirodni prirast, a migracijski saldo, koji pokazuje razliku doseljenih i odseljenih, negativan je još od 2009. godine.<sup>10</sup> Ako pogledamo dobno spolnu piramidu iz 2001. godine i projekciju za 2051. godinu, vidimo da ona sve više gubi oblik piramide i poprima oblik urne što znači povećanje udjela starog, a smanjenje broja radno aktivnog stanovništva.

Slika 1 Stanovništvo prema starosti i spolu 2001. (lijevo) i projekcija za 2051. godinu (desno)



Izvor: Državni zavod za statistiku

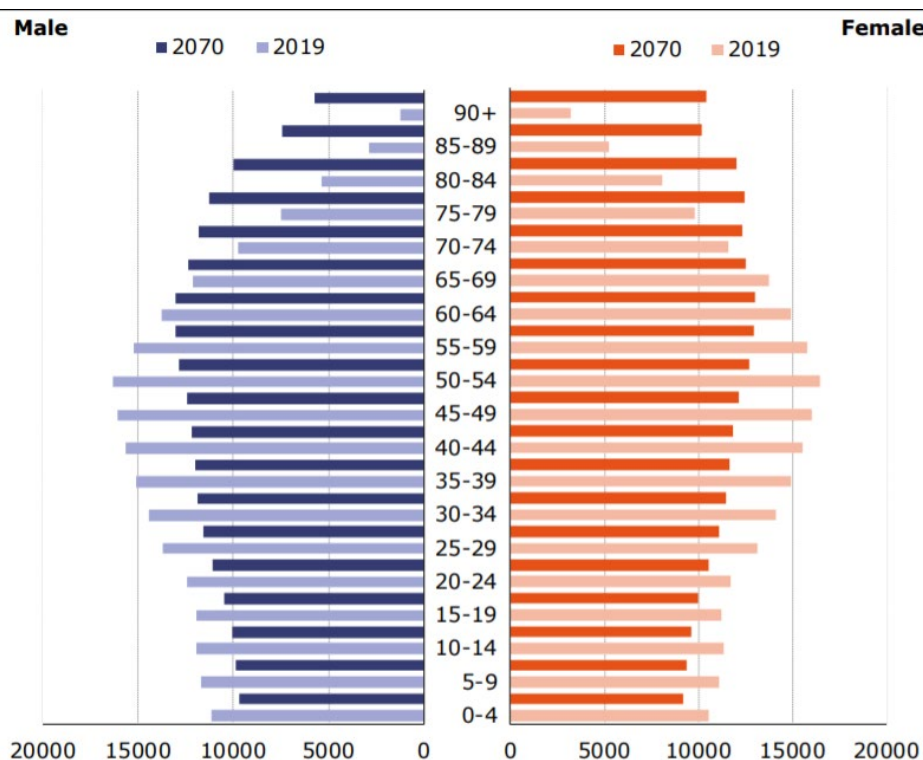
Produljenjem životnog vijeka i padom nataliteta, u kombinaciji s emigracijom koju je slobodno europsko tržište dodatno potaknulo, u budućnosti možemo očekivati i snažnije pritiske na

<sup>10</sup> Državni zavod za statistiku (2021.), Migracija stanovništva Republike Hrvatske u 2020., preuzeto 4.7.2021. s [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication)

mirovinski sustav. Trenutan omjer broja korisnika mirovina i osiguranika iznosi 1:1,30 i upozorava na izazov održivosti postojećeg sustava.<sup>11</sup>

Međutim, ovo nije izoliran hrvatski problem, demografsko starenje stanovništva trend je s kojim se suočava većina europskih država te predstavlja jedan od najvećih izazova suvremenih mirovinskih sustava. 2070. godine dobno-spolna piramida Europske unije poprimit će oblik urne, koji ukazuje na sve veći udio stanovništva starijeg od 65 godina, te sve manji udio mladih i radno aktivnih. Prema Eurostatu, ukupna populacija trebala bi se smanjiti za 5% između 2019. godine (447 milijuna) i 2070. godine (424 milijuna). Radno sposobno stanovništvo (20-64) još će se značajnije smanjiti s 265 milijuna stanovnika 2019. na 217 milijuna u 2070.<sup>12</sup>

Slika 2 Populacija Europske unije po dobi i spolu, usporedba 2019. i 2070. godine



Izvor: Europska komisija

<sup>11</sup> Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje (2021.), Aktualna statistika za srpanj 2021. – isplata u kolovozu 2021., preuzeto 5.9.2021 s <https://www.mirovinsko.hr/hr/aktualna-statistika>

<sup>12</sup> Europska komisija (2021.), The 2021 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070), [e-publikacija], preuzeto 14.9.2021. s [https://ec.europa.eu/info/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070_en)



## Ekonomska kretanja

Ograničena proračunska sredstva najveći su izazov izvršne vlasti. U razdoblju globalne pandemije, kada se od države očekivalo da preuzme brigu, ne samo o javnom, nego i o privatnom sektoru, ograničenost sredstava dospjela je u prvi plan. Izdaci za mirovine su prije pandemije, 2019. godine iznosili otprilike 40 milijardi kuna, prikupljeni doprinosi na temelju međugeneracijske solidarnosti oko 22 milijarde kuna, što rezultira manjkom od 18 milijardi kuna koji se nadoknađuje umirovljenicima iz državnog proračuna.<sup>13</sup> Jasno je kako mirovinski sustav spada među najznačajnije rashode te znatno opterećuje javne financije smanjujući izvršnoj vlasti manevarski prostor i mogućnost ulaganja u druge sektore. Ovakva opterećenja nepovoljno se odražavaju i na javni dug te proračunski deficit. Naime, 2020. godine Republika Hrvatska ušla je u ERM II tečajni mehanizam te se nada u skoroj budućnosti postati punopravna članica Eurozone. Sukladno ugovoru iz Maastrichta postavljena su dva glavna fiskalna kriterija nadzora: udio proračunskog deficita opće države ne smije preći 3% i konsolidirani dug opće države ne smije biti veći od 60%, a ukoliko je veći, mora imati tendenciju pada. U pandemijskoj 2020. deficit konsolidirane opće države iznosio je 27 milijardi kuna, odnosno 7,4% BDP-a, a konsolidirani dug opće države na kraju 2020. godine iznosio je 329 milijardi kuna, odnosno 88,7% BDP-a.<sup>14</sup> Iako, navedeni rezultati proizlaze iz pada ukupne gospodarske aktivnosti izazvane pandemijom bolesti COVID-19, i u 2019. godini bio je prisutan negativan trend udjela maastrichtškog duga u BDP-u te je na kraju 2019. godine konsolidirani dug opće države iznosio 72,8% BDP-a, doduše s tendencijom pada u odnosu na godinu ranije.<sup>15</sup>

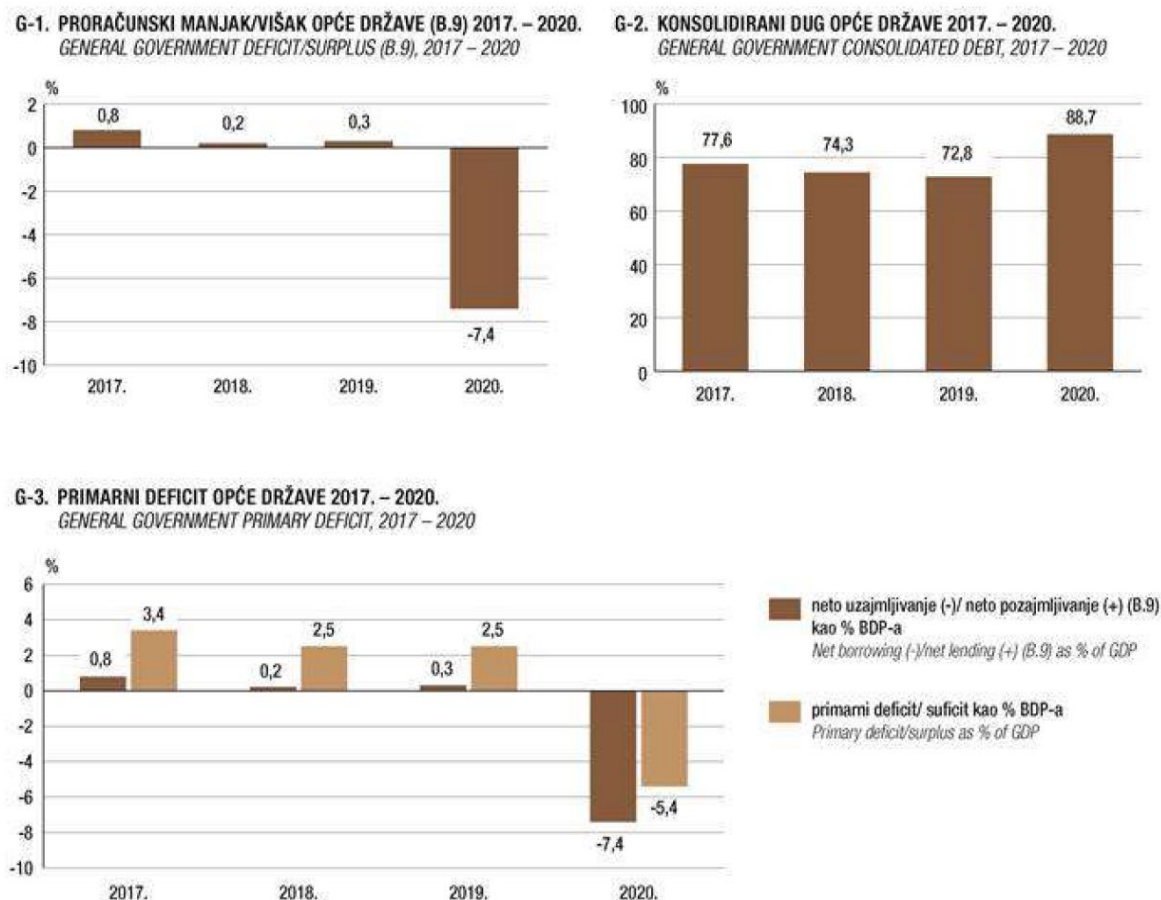
---

<sup>13</sup> Šimović, H., Deskar-Škrbić, M., (2020.), *Ekonomika javnog sektora: s hrvatskim primjerima*, Zagreb, Arhivalitika

<sup>14</sup> Državni zavod za statistiku (2021.), *Izvješće o proceduri prekomjernoga proračunskog manjka i razini duga opće države*, Republika Hrvatska, travanj 2020. (ESA 2010), preuzeto 5.7.2021. s [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication)

<sup>15</sup> Državni zavod za statistiku. (2020.), *Izvješće o proceduri prekomjernoga proračunskog manjka i razini duga opće države*, Republika Hrvatska, travanj 2020. (ESA 2010), Preuzeto 5.7.2021. s [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication)

Slika 3 Kretanje razine konsolidiranog duga sektora opće države i primarnog deficita/suficita



Izvor: Državni zavod za statistiku

Osim proračunskih, odnosno fiskalnih ograničenja, u ovoj kategoriji nameću se još neki nepovoljni trendovi na tržištu rada poput kasnijeg ulaska na tržište rada zbog dugotrajnijeg obrazovanja, povremeni rad, rad na nepuno radno vrijeme te rad u sivoj ekonomiji. Nabrojani fenomeni dodatno će preopteretiti javne financije i mirovinski sustav te upućuju na važnost kapitalizirane štednje unutar mirovinskih fondova. Fondovi su između ostalog kroz svoju funkciju akumuliranja i mobiliziranja štednje zamišljeni i kao generatori gospodarstva. Ideja je da se akumulirana sredstva ulažu na domaćem tržištu kapitala čime bi mirovinski fondovi postali značajni financijeri domaćeg gospodarstva.

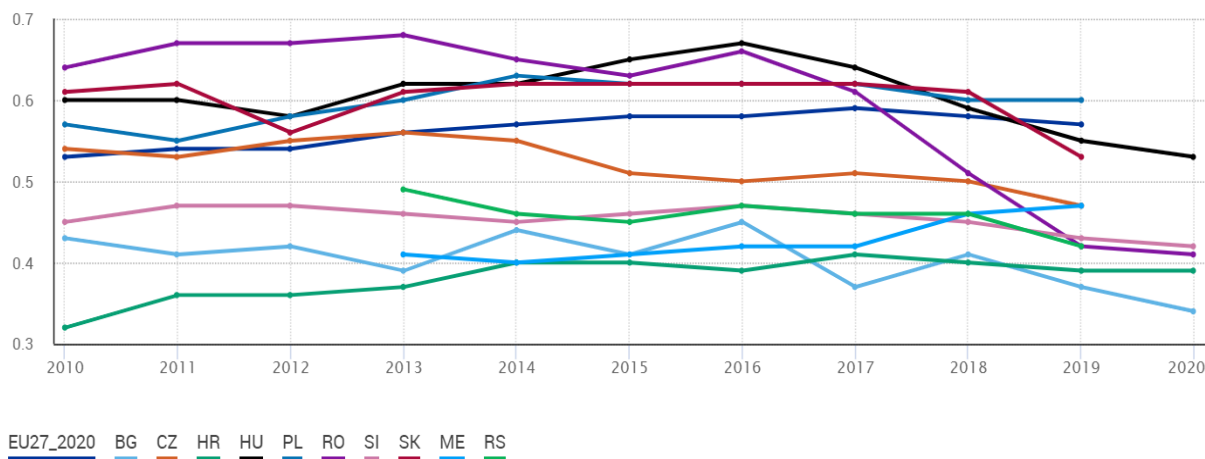
### Stopa zamjene

Stopa zamjene predstavlja stupanj zamjene prijašnjeg glavnog izvora dohotka (plaće) novim glavnim izvorom dohotka (mirovinom). Ovisno o tome gleda li se razlika plaće i mirovine prije

ili nakon oporezivanja, razlikujemo bruto (prije oporezivanja) i neto (poslije oporezivanja) stopu zamjene.<sup>16</sup>

Nažalost, stopa zamjene je još jedan faktor koji svrstava Republiku Hrvatsku na dno Europske unije, u društvo s Bugarskom, dok je primjerice u Crnoj Gori i Srbiji ova stopa viša nego u Hrvatskoj.

Slika 4 Agregatna stopa zamjene u odabranim zemljama za razdoblje od 2010. do 2020. godine



Izvor: Eurostat

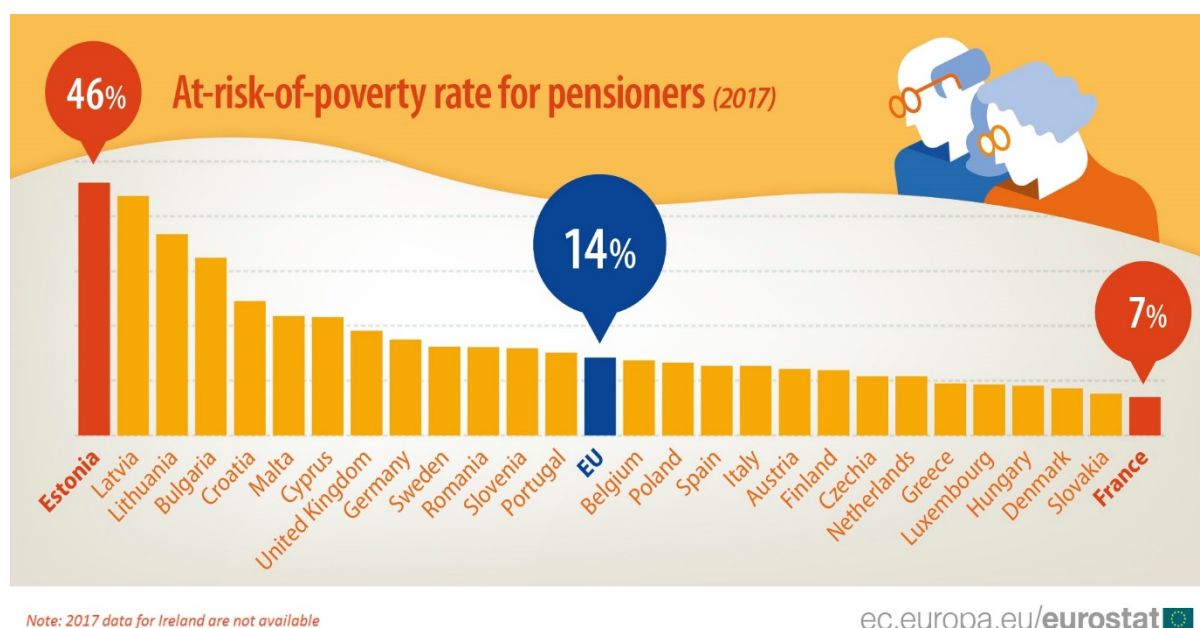
### Siromaštvo i socijalna isključenost

Na razini Europske unije 2017. godine udio umirovljenika u opasnosti od siromaštva procijenjen je na 14,2%, što predstavlja blagi porast u odnosu na godinu ranije (13,8 % u 2016. godini). Pomalo je zabrinjavajuće da navedena stopa bilježi kontinuirani porast još od 2013. godine. U većini od 27 država članica za koje su dostupni podaci za 2017. godinu, udio umirovljenika u opasnosti od siromaštva kreće se između 10% i 25%. Četiri zemlje sa stopom rizika od siromaštva iznad 30% u 2017. godini bile su Estonija (46%), Latvija (44%), Litva (37%) i Bugarska (32%). U Republici Hrvatskoj navedena stopa se 2017. godine kretala na razini od oko 26% što Hrvatsku svrstava na peto mjesto, odmah iza Bugarske.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Europska komisija (2018.), The 2018 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU [e-publikacija], preuzeto 5.7.2021. s <https://ec.europa.eu/social>

<sup>17</sup> Eurostat (2019.), 1 in 7 pensioners at risk of poverty in the EU, preuzeto 14.9.2021. s <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20190115-1>

Slika 5 Udio umirovljenika u opasnosti od siromaštva na razini Europske unije 2017. godine



Izvor: Eurostat

S obzirom na nepovoljne demografske trendove, kao i izazovna ekonomska kretanja te nezadovoljavajuću stopu zamjene i zabrinjavajuću stopu rizika od siromaštva u starijoj dobi, čini se kako će održivost mirovinskog sustava u budućnosti uvelike ovisiti o kapitaliziranoj mirovinskoj štednji. Mirovinski fondovi pametnim usmjeravanjem ulaganja mogu doprinijeti stvaranju održivih mirovinskih sustava u kojima će se smanjit pritisak na javne izvore financiranja, a u isto vrijeme, omogućiti budućim umirovljenicima primjerene mirovine.

### 2.3. Uvjeti na financijskom tržištu

Financijski sustav zemlje čine njezina valuta i platni sustav, financijska tržišta, financijske institucije te institucije koje reguliraju i nadziru njihov rad.<sup>18</sup> Dakle, financijsko tržište samo je jedan djelić financijskog sustava na kojem se susreću ponuda i potražnja za financijskim sredstvima. Najčešća podjela financijskog tržišta je prema vremenskoj dimenziji na tržište novca i na tržište kapitala. Na tržištu novca odvijaju se kratkoročne financijske transakcije kojima je cilj održavanje likvidnosti. S druge pak strane, tržište kapitala tržište je dugoročnih

<sup>18</sup> Hrvatska narodna banka (2015.), Financijski sustav RH, preuzeto 7.7.2021. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije>

vrijednosnih papira.<sup>19</sup> Najizraženija karakteristika financijskih tržišta posljednjih godina su povijesno niske kamatne stope. I u Europi, i u Sjedinjenim Američkim Državama kamatne stope kontinuirano padaju posljednjih petnaest godina. Veći dio ovog razdoblja realne su kamatne stope bile negativne i očekuje se da će ostati negativne i idućih deset godina, a možda i duže. U literaturi se ovaj pad kamatnih stopa povezuje s dugotrajnim padom produktivnosti. No, pad produktivnosti čini se paradoksalnim s obzirom na veliki tehnološki napredak kojim svjedočimo. Pad cijene kapitala, odnosno kamatnih stopa, uzrokovan je padom potražnje za kapitalom, kao i relativnim povećanjem ponude kapitala. Na strani ponude, starenje stanovništva i strah od nove financijske krize doveli su do povećanja štednje i gomilanja kapitala. Na strani potražnje, rast visokotehnoloških sektora i povećanje važnosti nematerijalnog kapitala u proizvodnji smanjilo je potražnju za fizičkim kapitalom. Također, kao jedan od najizraženijih razloga niskih kamatnih stopa u SAD-u navodi se povećana tržišna koncentracija. Naime, velike kompanije zauzele su tržište i otežale malima ulazak na tržište, a navedeno je dovelo do sveukupno niže razine investicija. Razlozi niskih kamatnih stopa u Europi najviše su rezultat starenja stanovništva, straha od nove krize i bankocentričnog sustava koji nije optimalan izvor financiranja novih i rizičnih investicija s obzirom da banke traže kolaterale koje nova poduzeća ne mogu ponuditi. Da se zaključiti kako će rast kamatnih stopa u budućnosti uvelike ovisiti o smanjenju tržišne moći na globalnoj razini te stvaranju tržišta kapitala u Europskoj uniji.<sup>20</sup>

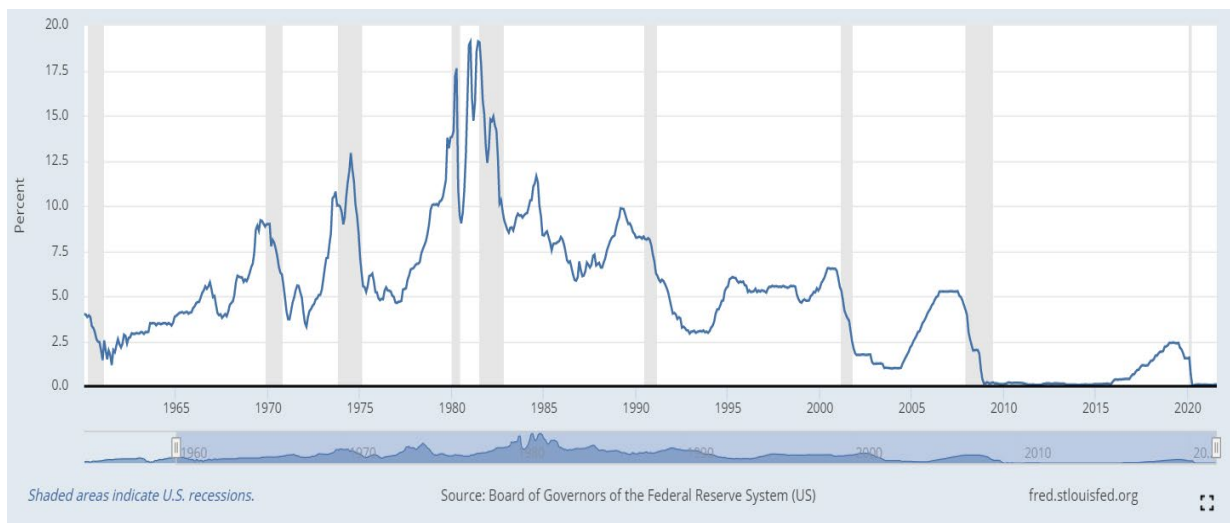
Slika prikazuje stopu federalnih fondova (engl. federal fund rate), kamatnu stopu na međusobne prekonoćne pozajmice prvoklasnih banaka na međubankovnom tržištu SAD-a. Stopa federalnih fondova u pravilu je niža od diskontne stope uz koju FED prekonoćno kreditira banke i druge depozitarne institucije. Navedenu kamatnu stopu možemo smatrati referentnom kamatnom stopom s obzirom da utječe na kretanje svih ostalih kamatnih stopa u SAD-u kao i na cijenu financiranja u dolarima na globalnom tržištu. Stopa federalnih fondova rekordno je niska još od 2010. godine.

---

<sup>19</sup> Miloš Sprčić, D. (b.d.), Osnove financiranja poduzeća, preuzeto 7.7..2021. s <https://www.efzg.unizg.hr>

<sup>20</sup> Demertzis, M. and N. Viegi (2021.), Low interest rates in Europe and the US: one trend, two stories, Policy Contribution 07/2021, Bruegel

Slika 6 Efektivna stopa federalnih fondova u SAD-u od 1960. do 2021. godine

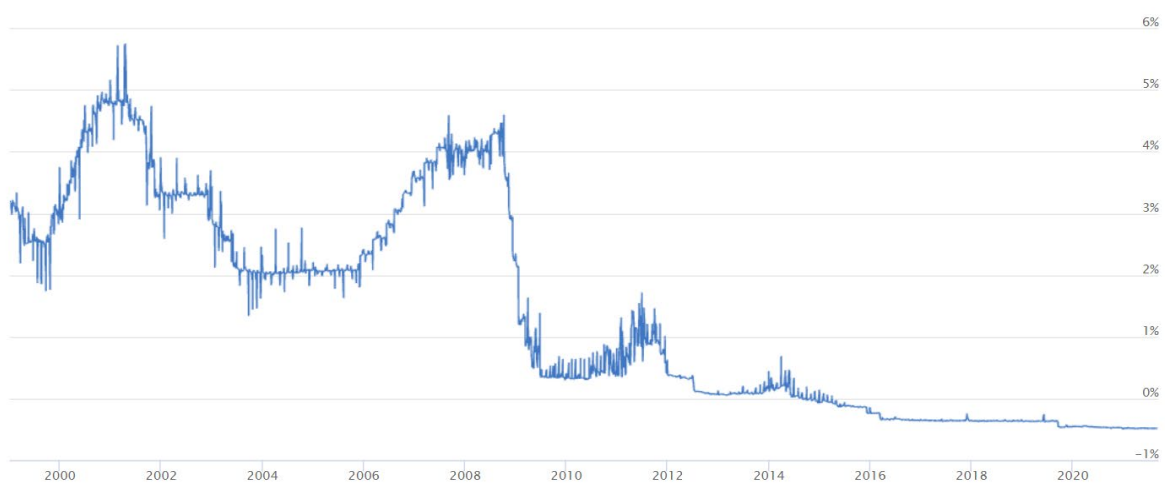


Izvor: Odbor guvernera

Kamatna stopa na pozajmljena sredstva prati referentni kamatnjak što je vidljivo iz sljedeće slike.

Ekvivalent stope federalnih fondova u europodručju je EONIA (engl. Euro OverNight Index Average), prekonoćna međubankarska kamatna stopa na pozajmice u eurima. Navedena kamatna stopa predstavlja referentni kamatnjak u europodručju, a od 2016. godine bilježi negativne vrijednosti. EONIA utječe na formiranje i kretanje ostalih kamatnih stopa u europodručju.

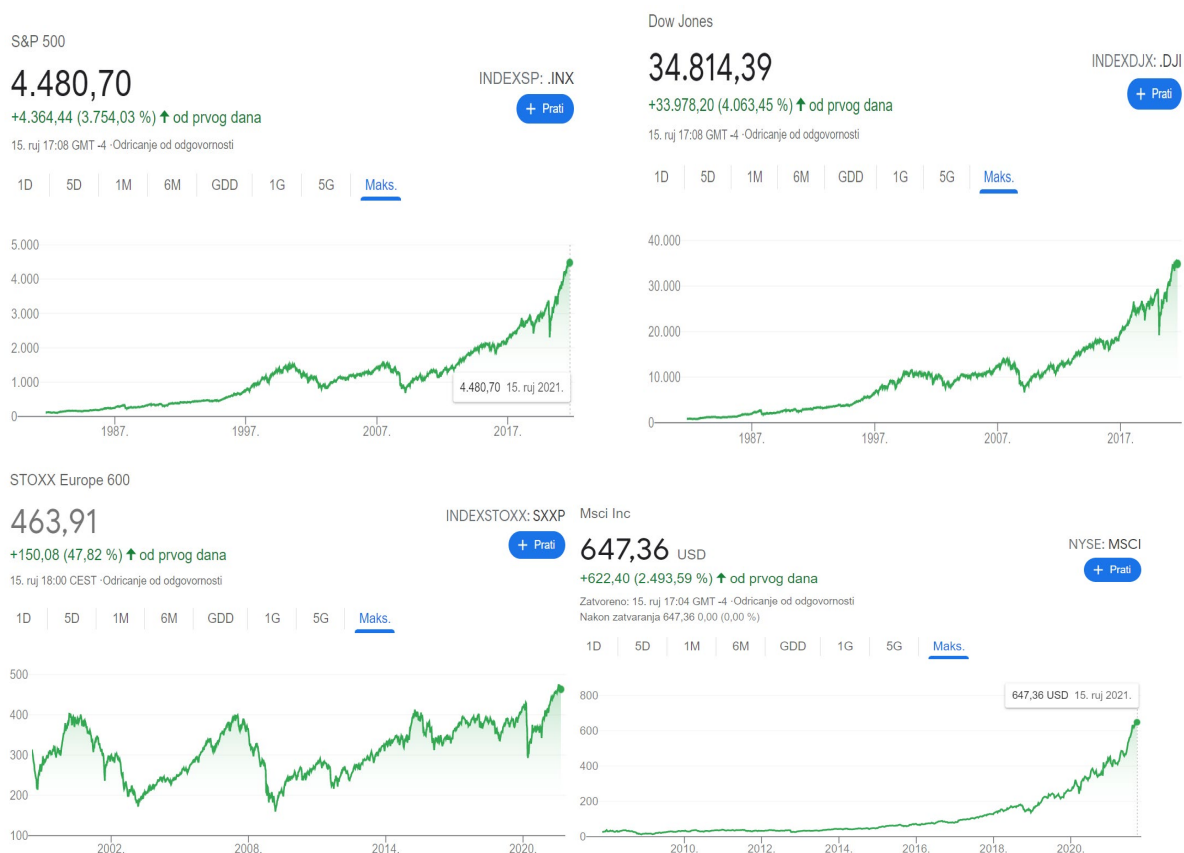
Slika 7 Kretanje EONIA-e od 1999. do 2021. godine



Izvor: Euribor rates.eu

Osim povijesno niskih kamatnih stopa, u obzir treba uzeti i kretanje vodećih burzovnih indeksa. Burzovni indeks služi za analizu volatilnosti cijena dionica na određeni dan ili u određenom razdoblju (godina, mjesec ili tjedan). Također, burzovni indeks predstavlja svojevrsno mjerilo kojim se promatra uspješnost određene strategije ulaganja na burzi.<sup>21</sup> Neki od vodećih svjetskih indeksa poput S&P 500, Dow Jones Industrial Average, STOXX Europe 600 te MSCI, kao i njihova povijesna kretanja, prikazani su u nastavku. Vidljivo je kako svi indeksi u dugom roku bilježe rast. Razdoblja kriza obično su popraćena padom burzovnih indeksa, no oni se u pravilu brzo oporavljaju i rastu.

Slika 8 Povijesna kretanja vodećih svjetskih indeksa



Izvor: Google Financije

U Republici Hrvatskoj, ali i u svijetu, mirovinski fondovi iz godine u godinu kao institucionalni ulagači postaju jedni od najvažnijih sudionika tržišta kapitala. Mirovinski fondovi sredstva uplaćena od strane korisnika dalje investiraju na financijskom tržištu te u svom portfelju drže dionice, obveznice pa i neke kratkoročne vrijednosne papire, očekujući zauzvrat određeni prinos, odnosno zaradu. Na taj način mirovinski fondovi olakšavaju poduzećima proces

<sup>21</sup> Andrijanić, I., Vidaković, N., (2015.), Poslovanje na burzama (načela i praksa), Zagreb, str. 179.

pribavljanja kapitala i održavanja likvidnosti te promišljenim ulaganjima mogu povećati vlastite prinose, ali i postati značajni pokretači domaćeg gospodarstva. Primjerice, u 2020. godini, obvezni mirovinski fondovi su preko tržišta kapitala uložili značajna sredstva u domaća poduzeća. Treba istaknuti ulaganja obveznih mirovinskih fondova u poduzeća Ciak Grupa d.d., M7 Primo d.d. i Čakovečki mlinovi d.d. Osim navedenog, obvezni mirovinski fondovi povećali su udjele u društvima AD Plastik d.d., Adris grupa d.d., Arena Hospitality Group d.d., Atlantic grupa d.d., Ericsson Nikola Tesla d.d., Hrvatski Telekom d.d., Končar-elektroindustrija d.d., Podravka d.d. Također, obvezni mirovinski fondovi značajna sredstva ulažu u vrijednosne papire kojima je izdavatelj Republika Hrvatska čime predstavljaju ključan čimbenik dugoročnog financiranja Republike Hrvatske na domaćem i međunarodnim tržištima kapitala.<sup>22</sup>

2020. godina po mnogočemu bila je specifična pa su je obilježila i specifična zbivanja na globalnom i domaćem financijskom tržištu. Vlade država članica OECD-a pozajmile su 2020. godine oko 18 bilijuna američkih dolara što je gotovo 29% zajedničkog bruto domaćeg proizvoda te 60% viša razina zaduženja u odnosu na 2019. godinu. Unatoč povećanju iznosa zaduživanja, troškovi financiranja deficita državnog proračuna ipak nisu rasli zahvaljujući snažnoj potražnji ulagača. Veliku ulogu su odigrale središnje banke, ali i institucionalni ulagači. Primjerice, Američka centralna banka (FED) je početkom 2020. godine snizila referentnu kamatnu stopu za 1,5 postotni bod (na nulu), uvela više programa interventne likvidnosti uz obećanje neograničenog otkupa obveznica u nuždi te dolarske swapove drugim centralnim bankama. Europska centralna banka uvela je poseban pandemijski program otkupa obveznica čime je postala najveći vjerovnik u nekoliko zemalja europodručja. Zbog navedenog prinosi na desetogodišnje državne vrijednosnice postali su negativni. Više od 20% državnih obveznica na području OECD-a prodano je na aukciji uz negativne prinose. Ovaj trend je najistaknutiji u Japanu gdje je 60% svih državnih obveznica prodano uz negativne prinose, te u europodručju gdje je polovina svih prodanih imala negativne prinose. Niske kamatne stope učinile su ekspanzivnu fiskalnu politiku privlačnim alatom za borbu s negativnim posljedicama pandemije na gospodarstvo. Ovaj period također karakterizira i izdavanje državnih vrijednosnica s kraćim periodom dospijea. Bez obzira na prednosti kratkoročnih zajmova, s aspekta upravljanja rizicima, preveliko i kontinuirano oslanjanje na kratkoročno financiranje u

---

<sup>22</sup> Obvezni mirovinski fondovi u RH (2021.), Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2020. godinu [e-publikacija], preuzeto 8.7.2021. s <https://www.sabor.hr/sites>



kombinaciji s rastućim potrebama za likvidnošću može oslabiti fiskalnu otpornost države. Stoga će u godinama koje dolaze biti nužno ročno uravnotežiti portfelj.<sup>23</sup>

Unatoč opravdanom strahu, 2020. godina ipak je završila u pozitivnom tonu s obzirom da se većina imovinskih klasa oporavila kroz drugu polovicu godine. Indeks svjetskog dioničkog tržišta MSCI World Index porastao je za 14,1%, indeks dioničkog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama S&P 500 za 16,3%, dok je indeks europskog dioničkog tržišta STOXX Europe 600 godinu završio s manjim padom od -4,0%. Glavni razlozi pozitivnih kretanja na dioničkim tržištima su ranije spomenuta monetarna ekspanzija glavnih centralnih banaka, rastući fiskalni poticaji te optimizam uzrokovan pronalaskom nekoliko efikasnih cjepiva za virus SARS-CoV-2 krajem godine. Domaće dioničko tržište bilo je pod utjecajem pozitivnih kretanja inozemnih tržišta pa je prvotni snažni pad vrijednosti dioničkog indeksa CROBEXtr s -26,5% krajem prvog kvartala smanjen na -12,5% za cijelu 2020. godinu.<sup>24</sup>

Slika 9 Kretanje CROBEX indeksa u razdoblju od 15. rujna 2016. do 15. rujna 2021.



Izvor: Zagrebačka burza

Nadalje, globalna tržišta obveznica također su ostvarila pozitivne prinose u 2020. godini zbog ranije spomenutog smanjivanja kamatnih stopa od strane FED-a te rekordne kupnje obveznica od strane glavnih svjetskih centralnih banaka. Globalni indeks obvezničkih tržišta Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index ostvario je rast vrijednosti od 9,2%. Prinos na njemačku državnu desetogodišnju obveznicu fluktuirao je u rasponu od -0,856% do -0,159%. Najniži prinos zabilježen je u prvoj polovici ožujka na vrhuncu neizvjesnosti te novih mjera

<sup>23</sup> Obvezni mirovinski fondovi u RH (2021.), Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2020. godinu [e-publikacija], preuzeto 8.7.2021. s <https://www.sabor.hr/sites>

<sup>24</sup> Obvezni mirovinski fondovi u RH (2021.), Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2020. godinu [e-publikacija], preuzeto 8.7.2021. s <https://www.sabor.hr/sites>

labavljenja Europske središnje banke. Nakon maksimuma na razini od 1,88% početkom godine, prinos na američku državnu desetogodišnju obveznicu kretao se u rasponu od 0,50% do 0,90%. Domaći obveznički indeks CROBIStr je u 2020. godini ostvario pad od -2,80%.<sup>25</sup>

I mirovinski su fondovi, kao i svi ostali relevantni tržišni dionici, prilagodili svoje poslovanje pandemijskim uvjetima. U apsolutnom iznosu, mirovinski su fondovi na globalnoj razini krajem 2020. godine držali imovine u vrijednosti od oko 35 bilijuna američkih dolara te im je imovina rasla u gotovo svim zemljama pa tako i u Hrvatskoj. I u 2020. godini portfelj mirovinskih fondova dominantno su činila ulaganja u dionice i obveznice (čak 75%). S druge pak strane, u nekim državama mirovinski fondovi drže značajan dio svoje imovine u depozitima (npr. u Gruziji) ili alternativnim ulaganjima poput zajmova ili nekretnina (npr. u Kanadi 39% imovine i u Njemačkoj 44% imovine). U nekim državama mirovinski fondovi okrenuli su se likvidnijim instrumentima kako bi se prilagodili situaciji uzrokovanoj pandemijom.<sup>26</sup> Niske i padajuće kamatne stope također su dovele do toga da su neki mirovinski fondovi prilagodili imovinu novonastalim uvjetima. HANFA je izvijestila o povećanju ulaganja mirovinskih fondova u rizičniju imovinu, poput dionica, kao rezultat povijesno niskih kamatnih stopa.

Sva buduća kretanja na financijskom tržištu postalo je vrlo nezahvalno procjenjivati s obzirom da ona uvelike ovise o neizvjesnom budućem razvoju pandemije i brzini kojom će se gospodarstva oporavljati. Sigurno je da će i u godinama koje dolaze zaduživanje države biti značajno te da će mirovinski fondovi i dalje biti ključni čimbenici u procesu dugoročnog financiranja državnih dugova. S druge pak strane, kako bi pomogli oslabljenom gospodarstvu, ali i neutralizirali rekordno niske kamatne stope, moguće je da će se ipak morati okrenuti nekim manje standardnim klasama imovine. Ulaganjem u navedene oblike imovine mogli bi potaknuti oporavak nekih pandemijom načetih sektora, opskrbiti ih kapitalom, ali i uložiti u vrijednosnice koje nose više prinose. Pri tome treba imati na umu da se imovina mirovinskih fondova može ulagati samo u skladu s odredbama zakona o čemu će više biti riječi u sljedećem poglavlju.

---

<sup>25</sup> Obvezni mirovinski fondovi u RH (2021.), Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2020. godinu [e-publikacija], preuzeto 8.7.2021. s <https://www.sabor.hr/sites>

<sup>26</sup> OECD (2021.), Pension Funds in Figures, preuzeto 10.7.2021. s <https://www.oecd.org/finance>

### 3. REGULATORNI OKVIR MIROVINSKIH FONDOVA

#### 3.1. Zakon o obveznim mirovinskim fondovima

Zakon o obveznim mirovinskim fondovima uređuje osnivanje i poslovanje obveznih mirovinskih fondova u sklopu obveznog osiguranja na temelju individualne kapitalizirane štednje kao i osnivanje i poslovanje mirovinskih društava za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima. Dakle, bitno je razlikovati mirovinski fond od mirovinskog društva. Zakon definira mirovinsko društvo kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću koje upravlja obveznim mirovinskim fondovima. Tvrtka mirovinskog društva mora sadržavati riječi „društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima“ ili „društvo za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima“. Najniži iznos temeljnog kapitala iznosi 40 milijuna kuna. S druge pak strane mirovinski fond je imovina i nema pravnu osobnost. Mirovinsko društvo osniva obvezni mirovinski fond na temelju odobrenja Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA) te njime upravlja u svoje ime i za zajednički račun svih članova mirovinskog fonda. U Republici Hrvatskoj postoje mirovinski fondovi kategorije A, B i C. Riječ je o kategorijama mirovinskih fondova kojima upravlja isto društvo, ali se oni razlikuju s obzirom na primijenjene strategije ulaganja. Fondovi kategorije A imaju najrizičnija ulaganja, a razina preuzetog rizika bi trebala biti najniža kod fondova kategorije C. Sukladno tome postoje i ograničenja članstva. Svi osiguranici dužni su u roku od mjesec dana od dana uspostavljanja obveznog mirovinskog osiguranja odabrati mirovinski fond određene kategorije. Ukoliko to ne učine Središnji registar osiguranika će ih po službenoj dužnosti rasporediti u mirovinski fond kategorije A. Međutim, osiguranik može biti član fonda kategorije A samo ako mu je do umirovljenja ostalo 10 ili više godina. Isto tako može biti član mirovinskog fonda kategorije B ako mu je do umirovljenja ostalo 5 ili više godina, u suprotnom ga REGOS prebacuje u kategoriju C. Član mirovinskog fonda može jednom godišnje promijeniti kategoriju mirovinskog fonda i to samo unutar istog mirovinskog društva i u kalendarskom mjesecu u kojem je rođen, naravno, vodeći računa o spomenutim ograničenjima. Svakom članu mirovinskog fonda, odnosno osiguraniku koji je prijavljen mirovinskom fondu, jamči se prinos u visini referentnog prinosa odgovarajuće kategorije mirovinskih fondova umanjenog za dvanaest postotnih bodova u mirovinskom fondu kategorije A, šest postotnih bodova u mirovinskom fondu kategorije B te tri postotna boda u mirovinskom fondu kategorije C.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 (2014.)

Imovina mirovinskog fonda može se ulagati u skladu s odredbama Zakona uz uvažavanje načela sigurnosti, razboritosti i opreza, te smanjenja rizika diversifikacijom ulaganja. Dopuštene klase imovine mirovinskog fonda jasno su definirane člankom 125. Zakona o obveznim mirovinskim fondovima, a pri ulaganju mirovinsko društvo mora voditi računa o ograničenjima s obzirom na vrstu imovine i o ograničenjima s obzirom na neto vrijednost imovine mirovinskog fonda. Pa tako ulaganje imovine mirovinskog fonda kategorije A podliježe nekim od sljedećih ograničenja:

- najmanje 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca čiji je izdavatelj Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a;
- najviše 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca za koje jamči Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a;
- najviše 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca uvrštene na uređeno tržište čiji je izdavatelj jedinica lokalne i područne regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 50% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca uvrštene na uređeno tržište čiji izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 65% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive vlasničke vrijednosne papire uvrštene na uređeno tržište čiji izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u udjele UCITS fondova koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a;

- najviše 15% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u udjele ili dionice u otvorenim alternativnim investicijskim fondovima, odnosno dionice ili poslovne udjele u zatvorenim alternativnim investicijskim fondovima kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a;
- najviše 20% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u depozite kod kreditnih institucija koji dospijevaju za najviše 12 mjeseci pod uvjetom da je riječ o kreditnoj instituciji koja ima registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u novac na računima otvorenim u kreditnim institucijama koje imaju registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 55% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive vlasničke i/ili dužničke vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske pod uvjetom da ti vrijednosni papiri imaju dugoročne, stabilne i predvidljive novčane tokove, kako bi odgovarali ročnosti obaveza mirovinskog fonda uz uvažavanje načela sigurnosti, razboritosti i opreza te pod uvjetom da je Vlada Republike Hrvatske na temelju prijedloga koji je prethodno uputilo mirovinsko društvo u ime mirovinskog fonda klasificirala izdavatelja tih vrijednosnih papira kao namjenskog izdavatelja za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske;
- najviše 0,2% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive vlasničke vrijednosne papire i/ili udjele kojima se trguje odnosno koji se nude putem uređenih sustava za prikupljanje kapitala koje priznaje Agencija.

Ulaganja imovine mirovinskog fonda kategorije B podliježu nekim od sljedećih ograničenja:

- najmanje 50% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca čiji je izdavatelj Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a;

- najviše 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca za koje jamči Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a;
- najviše 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca uvrštene na uređeno tržište čiji je izdavatelj jedinica lokalne i područne regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca uvrštene na uređeno tržište čiji izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 40% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive vlasničke vrijednosne papire uvrštene na uređeno tržište čiji izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u udjele UCITS fondova koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a;
- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u udjele ili dionice u otvorenim alternativnim investicijskim fondovima, odnosno dionice ili poslovne udjele u zatvorenim alternativnim investicijskim fondovima kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a;
- najviše 20% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u depozite kod kreditnih institucija koji dospijevaju za najviše 12 mjeseci pod uvjetom da je riječ o kreditnoj instituciji koja ima registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 5% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u novac na računima otvorenim u kreditnim institucijama koje imaju registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;

- najviše 35% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive vlasničke i/ili dužničke vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske pod uvjetom da ti vrijednosni papiri imaju dugoročne, stabilne i predvidljive novčane tokove, kako bi odgovarali ročnosti obaveza mirovinskog fonda uz uvažavanje načela sigurnosti, razboritosti i opreza te pod uvjetom da je Vlada Republike Hrvatske na temelju prijedloga koji je prethodno uputilo mirovinsko društvo u ime mirovinskog fonda klasificirala izdavatelja tih vrijednosnih papira kao namjenskog izdavatelja za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske;
- najviše 0,1% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive vlasničke vrijednosne papire i/ili udjele kojima se trguje odnosno koji se nude putem uređenih sustava za prikupljanje kapitala koje priznaje Agencija.

Ulaganja imovine mirovinskog fonda kategorije C podliježu nekim od sljedećih ograničenja:

- najmanje 70% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca čiji je izdavatelj Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a;
- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca za koje jamči Republika Hrvatska, druga država članica ili država članica OECD-a te Hrvatska narodna banka ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a;
- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca uvrštene na uređeno tržište čiji je izdavatelj jedinica lokalne i područne regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca uvrštene na uređeno tržište čiji izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;

- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u udjele UCITS fondova koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a;
- najviše 20% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u depozite kod kreditnih institucija koji dospijevaju za najviše 12 mjeseci pod uvjetom da je riječ o kreditnoj instituciji koja ima registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u novac na računima otvorenim u kreditnim institucijama koje imaju registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- imovina mirovinskog fonda ne smije biti uložena u prenosive vlasničke vrijednosne papire uvrštene na uređeno tržište čiji izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a, u udjele ili dionice u otvorenim alternativnim investicijskim fondovima, odnosno dionice ili poslovne udjele u zatvorenim alternativnim investicijskim fondovima kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a te u prenosive vlasničke vrijednosne papire i/ili udjele kojima se trguje odnosno koji se nude putem uređenih sustava za prikupljanje kapitala koje priznaje Agencija;
- najviše 10% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda može biti uloženo u prenosive vlasničke i/ili dužničke vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske pod uvjetom da ti vrijednosni papiri imaju dugoročne, stabilne i predvidljive novčane tokove, kako bi odgovarali ročnosti obaveza mirovinskog fonda uz uvažavanje načela sigurnosti, razboritosti i opreza te pod uvjetom da je Vlada Republike Hrvatske na temelju prijedloga koji je prethodno uputilo mirovinsko društvo u ime mirovinskog fonda klasificirala izdavatelja tih vrijednosnih papira kao namjenskog izdavatelja za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 (2014.)



Uz ostale zadaće mirovinsko društvo mora uskladiti svoje poslovanje s relevantnim propisima te uspostaviti sveobuhvatan i učinkovit sustav upravljanja rizicima pri čemu moraju procjenjivati kreditni rejting izdavatelja vrijednosnih papira u koje planiraju ulagati te se ne smiju isključivo oslanjati na kreditne rejtinge koje su dodijelile agencije za kreditni rejting. Poslovanje mora biti organizirano na način da se osigura kontinuirani investicijski proces koji će se sastojati od izrade analize, definiranja strategije ulaganja, donošenja investicijskih odluka, analize sukoba interesa, upravljanja rizicima, trgovanja, kontrole usklađenosti te analize ostvarenih u odnosu na očekivane rezultate.<sup>29</sup>

### **3.2. Tržište obveznih mirovinskih fondova**

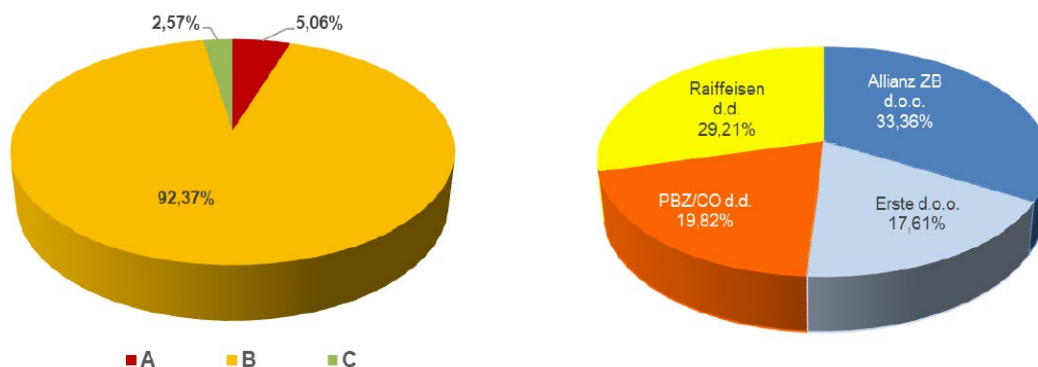
U Republici Hrvatskoj posluju 4 društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima te se većina članova nalazi u kategoriji B. Zaključno s 30.6.2021. godine 1.914.490 osiguranika bilo je raspoređeno u kategoriju B što predstavlja pad od 0,6% posto u odnosu na godinu ranije. Broj osiguranika u kategoriji A porastao je za 25,7% posto u odnosu na 2019. te iznosi 104.862 osiguranika, dok je u kategoriji C 52.264 osiguranika, odnosno 9,6% posto više nego krajem 2019. godine. U 2020. godini 4,1% osiguranika osobno je odabralo fond i kategoriju fonda. Iako se ovaj podatak čini neznatnim u odnosu na njih 95,9% kojih je REGOS rasporedio, ovo je ipak pozitivan pomak s obzirom da je 2018. svega 1% osiguranika samostalno odabralo fond i kategoriju fonda.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 (2014.)

<sup>30</sup> HANFA (2021.), Odabrani pokazatelji sektora financijskih usluga, standardni prezentacijski format, srpanj 2021. [e-publikacija], pristupano 7.8.2021. s <https://hanfa.hr/media>

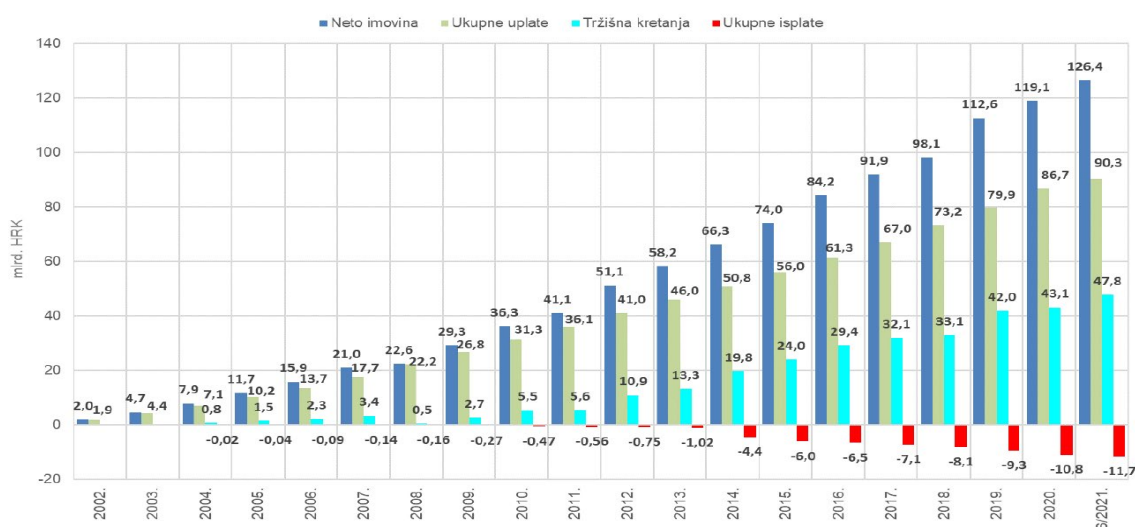
Slika 10 Članstvo obveznih mirovinskih fondova po kategorijama i članstvo obveznih mirovinskih fondova po društvima za upravljanje na dan 30. lipnja 2021. godine



Izvor: HANFA

I u pandemijskoj 2020. godini imovina mirovinskih fondova je rasla pa su obvezni mirovinski fondovi upravljali portfeljem u vrijednosti od 119,1 milijardu kuna što je za 5,8% više nego godinu ranije. Rast je nastavljen i 2021. pa je imovina mirovinskih fondova zaključno s 30.6.2021. iznosila 126,4 milijarde kuna. Kao i do sada nastavljen je trend rasta ukupnih uplata, ali se počinju povećavati i ukupne isplate što će u vremenu koje dolazi biti sve izraženije zbog već ranije spomenutih demografskih razloga, stoga će u budućnosti mirovinskim društvima postati izazovnije održavati rast neto imovine.

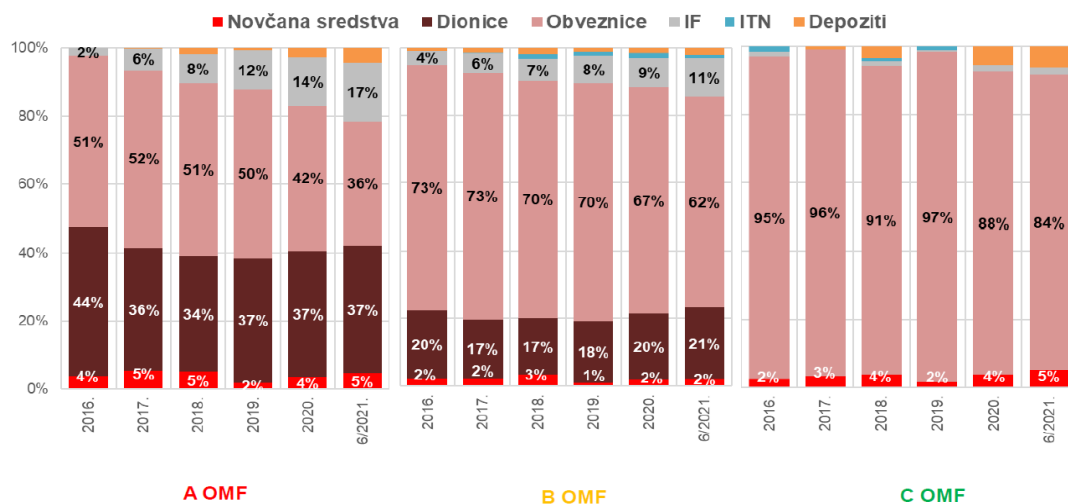
Slika 11 Neto imovina, ukupne uplate i isplate obveznih mirovinskih fondova



Izvor: REGOS, HANFA

Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova vidljiva na slici rezultat je pomno promišljenih strategija ulaganja te poviše navedenih zakonskih ograničenja. Stoga ne čudi da se kod fondova kategorije A podjednako ulaže u dionice i obveznice, kod fondova kategorije B dominiraju obveznice, kao i kod fondova kategorije C koji sukladno zakonskim ograničenjima u svom portfelju ne smiju držati vlasničke vrijednosne papire pa uz obveznice ulažu u depozite i novčana sredstva.

Slika 12 Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova prema vrsti ulaganja

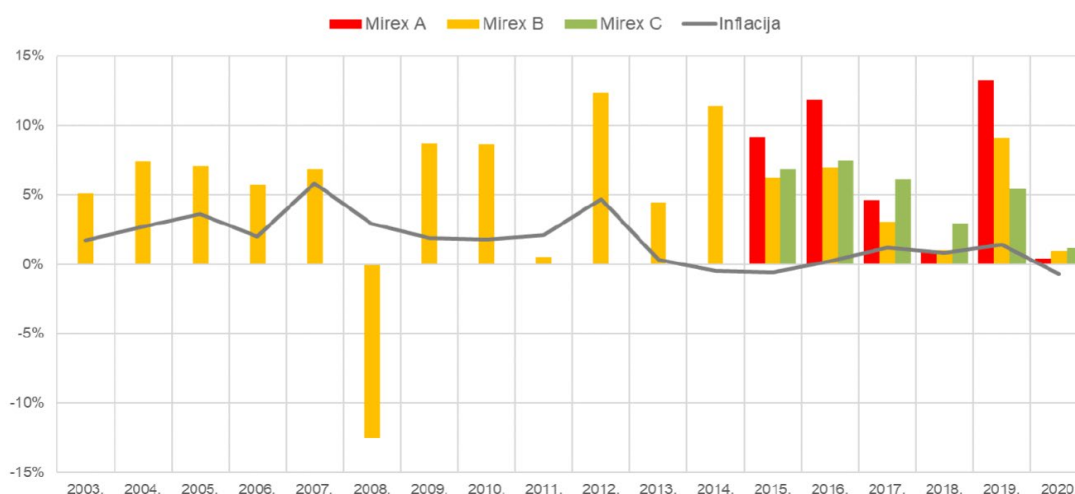


Napomena: IF – investicijski fondovi; ITN – instrumenti tržišta novca

Izvor: HANFA

Prosječni godišnji prinosi od početka rada do 30.6.2021. godine blago su pali u odnosu na prosječne godišnje prinose od početka rada do kraja 2019. godine. Očigledno je da je pandemija ostavila traga na prinosima, ali također vidimo poboljšanje u odnosu na sredinu pandemijske 2020. godine što je radi preglednosti ilustrirano u tablici 1. Navedenoj promjeni zasigurno je doprinijelo poboljšanje dioničkih i obvezničkih indeksa, kao i optimizam koji je nastao pronalaskom cjepiva.

Slika 13 Godišnji prinosi Mirex indeksa



Izvor: HANFA

Tablica 1 Prosječni godišnji prinosi Mirex indeksa

	<b>PROSJEČNI GODIŠNJI PRINOSI (OD POČETKA RADA DO 30.12.2019.)</b>	<b>PROSJEČNI GODIŠNJI PRINOSI (OD POČETKA RADA DO 30.06.2020.)</b>	<b>PROSJEČNI GODIŠNJI PRINOSI OD POČETKA RADA DO 30.6.2021.)</b>
<b>MIREX A</b>	8,16%	6,53%	7,53%
<b>MIREX B</b>	5,67%	5,40%	5,49%
<b>MIREX C</b>	5,89%	5,28%	4,77%

Izvor: Obrada autora na temelju podataka HANFA-e

### 3.3. Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima

Uvjeti osnivanja i poslovanja dobrovoljnih mirovinskih fondova u sklopu dobrovoljnog mirovinskog osiguranja na temelju individualne kapitalizirane štednje te osnivanje i poslovanje mirovinskih društava za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima propisano je Zakonom o dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Kao i kod obveznog mirovinskog osiguranja i ovdje je prisutna razlika između mirovinskog fonda koji predstavlja imovinu i mirovinskog društva koje je pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koja na temelju odobrenja Agencije upravlja dobrovoljnim mirovinskim fondom.

Dakle, dobrovoljni mirovinski fond je zasebna imovina bez pravne osobnosti koju na temelju odobrenja Agencije osniva i kojom upravlja mirovinsko društvo, društvo za upravljanje

obveznim mirovinskim fondovima ili društvo za upravljanje UCITS fondovima, u svoje ime i za zajednički račun članova fonda, a čija su prava i obveze uređene mirovinskim programom, u skladu s odredbama Zakona. Fond može biti otvoren i zatvoren. Otvoreni fond je dobrovoljni mirovinski fond u koji se mogu učlaniti sve fizičke osobe. Zatvoreni fond je dobrovoljni mirovinski fond u koji se mogu učlaniti osobe koje su zaposlene kod poslodavca ili su članovi sindikata, članovi udruge samostalnih djelatnosti ili samozaposlene osobe.

Mirovinsko društvo može biti registrirano kao društvo s ograničenom odgovornošću ili dioničko društvo, a tvrtka mirovinskog društva mora sadržavati riječi „društvo za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima“ ili riječi „društvo za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondom“. U osnovne djelatnosti mirovinskog društva ubrajaju se osnivanje i upravljanje fondovima te osnivanje i upravljanje UCITS fondovima (engl. Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities), ako je to dopušteno zakonom koji uređuje osnivanje i upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (UCITS). Minimalni temeljni kapital potreban za osnivanje dobrovoljnog mirovinskog društva iznosi 15 milijuna kuna, odnosno 22,8 milijuna kuna ako ono upravlja zatvorenim fondom s definiranim primanjima (defined benefit – DB). Zatvoreni mirovinski fond s definiranim primanjima predstavlja zatvoreni fond koji pokriva biometričke rizike i jamči investicijski rezultat ili određenu razinu mirovine. Mirovinsko društvo u Republici Hrvatskoj može osnovati i upravljati takvim fondom samo za potrebe pokrovitelja iz druge države članice, ako je osnivanje takvog fonda u skladu s propisima te države članice. Naime, na teritoriju Republike Hrvatske nije moguće nuditi mirovinski program zatvorenog fonda s definiranim primanjima. Također, niti jedna osoba ne može osnovati niti jednu vrstu fonda niti njima upravljati ako za to prethodno nije dobila odobrenje Agencije ili nadležnog tijela iz druge države članice. Agencija vodi registar mirovinskih društava te na svojim stranicama objavljuje popis svih mirovinskih društava, kako u Republici Hrvatskoj, tako i iz drugih država članica koje pružaju usluge na području Republike Hrvatske te njihovih podružnica i zatvorenih fondova iz drugih država članica koji nude svoje mirovinske programe u Republici Hrvatskoj.

Mirovinsko društvo mora uskladiti svoje poslovanje sa zakonom te osigurati adekvatan sustav kontrole i upravljanja rizicima. Vrlo bitna stavka poslovanja mirovinskih društava je omogućavanje nesmetanog investicijskog procesa koji se osim samog trgovanja, sastoji od radnji koje prethode trgovanju poput izrade analize, određivanja strategije, donošenja

investicijskih odluka i upravljanja rizicima, te radnji koje slijede samo trgovanje, poput kontrole usklađenosti i analize ostvarenih prinosa u odnosu na očekivane.<sup>31</sup>

Mirovinsko društvo osniva fond kako bi prikupilo novčana sredstva od članova fonda i navedena sredstva investiralo s ciljem povećanja vrijednosti imovine fonda. Zakon definira člana dobrovoljnog mirovinskog fonda kao osobu koja je pristupila fondu na temelju sklopljenog ugovora o članstvu s mirovinskim društvom i upisana je u registar članova fonda čime stječe pravo na mirovinu u skladu s odredbama zakona i mirovinskog programa. Iz navedenog proizlazi da je fond u vlasništvu svojih članova, a njihova vlasnička prava su razmjerna iznosu sredstava na osobnom računu. Uplate na osobne račune svakodnevno se preračunavaju u udjele u skladu s cijenom udjela na taj dan.

Imovina fonda isključivo se može sastojati od:

- prenosivih vrijednosnih papira ili instrumenata tržišta novca kojima se trguje na uređenom tržištu ili na drugom uređenom tržištu u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- nedavno izdanih prenosivih vrijednosnih papira, ako su izdani pod uvjetima koje Zakon predviđa;
- udjela UCITS fondova koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- udjela ili dionica u otvorenim alternativnim investicijskim fondovima, odnosno dionica ili poslovnih udjela u zatvorenim alternativnim investicijskim fondovima;
- depozita kod kreditnih institucija koji su povratni na zahtjev te dospijevaju za najviše 12 mjeseci, pod uvjetom da kreditna institucija ima registrirano sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a;
- izvedenih financijskih instrumenata pod uvjetom da se njima trguje na uređenim tržištima ili izvedenih financijskih instrumenata kojima se trguje izvan uređenih tržišta ako su izdani pod uvjetima koje Zakon predviđa;
- instrumentima tržišta novca kojima se ne trguje na uređenim tržištima ako su izdani pod uvjetima koje Zakon predviđa;
- novca na novčanom računu fonda otvorenog kod kreditne institucije pod uvjetima koje Zakon predviđa;

---

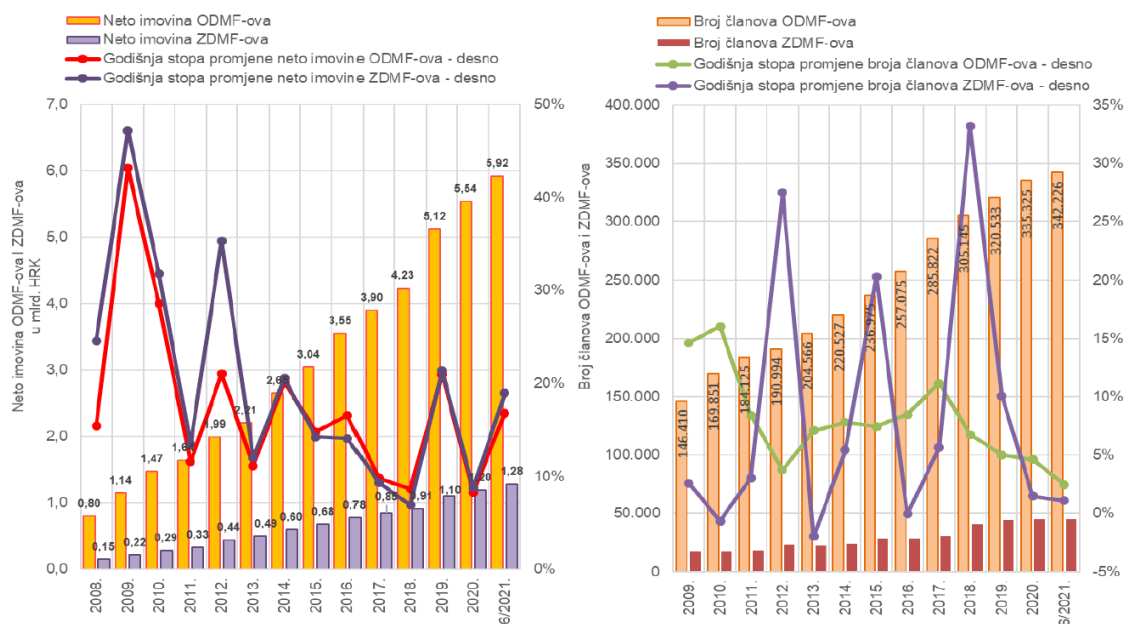
<sup>31</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. NN 19/14, 29/18, 115/18 (2019.)

- druge vrste imovine koja je proizašla iz poviše navedenih klasa imovine.<sup>32</sup>

### 3.4. Tržište dobrovoljnih mirovinskih fondova

Kod dobrovoljnih mirovinskih fondova, za razliku od obveznih ne postoji zajamčeni prinos, ali postoje državna poticajna sredstva koja iznose 15% od ukupno uplaćenog iznosa pojedinog člana u jednoj kalendarskoj godini, ali najviše do uplaćenog iznosa od 5 tisuća kuna godišnje. Dakle, maksimalna državna poticajna sredstva koja se mogu dobiti u jednoj godini iznose 750 kuna. Ako se tome doda činjenica da članstvo nije obavezno, a istovremeno se može biti članom više dobrovoljnih mirovinskih fondova te da ulazne naknade ne postoje, a dinamika i visina uplata se mogu samostalno određivati, jasno je zašto dobrovoljni mirovinski fondovi predstavljaju atraktivan oblik štednje. Također, uštedena i neisplaćena sredstva su nasljedna, a korisnici mogu već s navršениh 55 godina života zatražiti isplatu mirovina uštedjenih u sklopu dobrovoljnog mirovinskog fonda. Sve navedeno je sigurno utjecalo na porast imovine i broja članova mirovinskih fondova.

Slika 14 Neto imovina i članstvo dobrovoljnih mirovinskih fondova



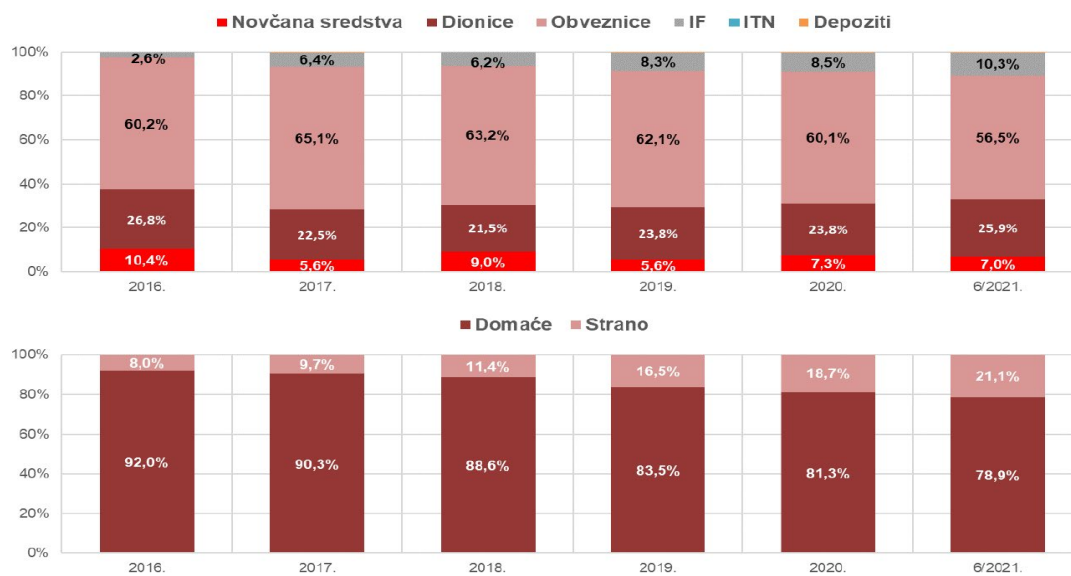
Napomena: ODMF - otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi; ZDMF - zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi

Izvor: HANFA

<sup>32</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. NN 19/14, 29/18, 115/18 (2019.)

Na slici je vidljivo kako se posljednjih godina smanjio udio ulaganja u obveznice, iako su one i dalje najdominantniji oblik ulaganja otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova. Druga najzastupljenija klasa imovine su dionice te novčana sredstva i udjeli u investicijskim fondovima. Važno je napomenuti kako Zakon ne predviđa nikakva ograničenja ulaganja kada je riječ o prenosivim vrijednosnim papirima kojima je izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska ili jedinica lokalne i područne regionalne samouprave Republike Hrvatske, druga država članica ili članica OECD-a. S druge pak strane najviše 30% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u udjele ili dionice UCITS investicijskih fondova, a najviše 15% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u alternativne investicijske fondove.<sup>33</sup>

Slika 15 Struktura imovine otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova



Napomena: IF – investicijski fondovi; ITN – instrumenti tržišta novca

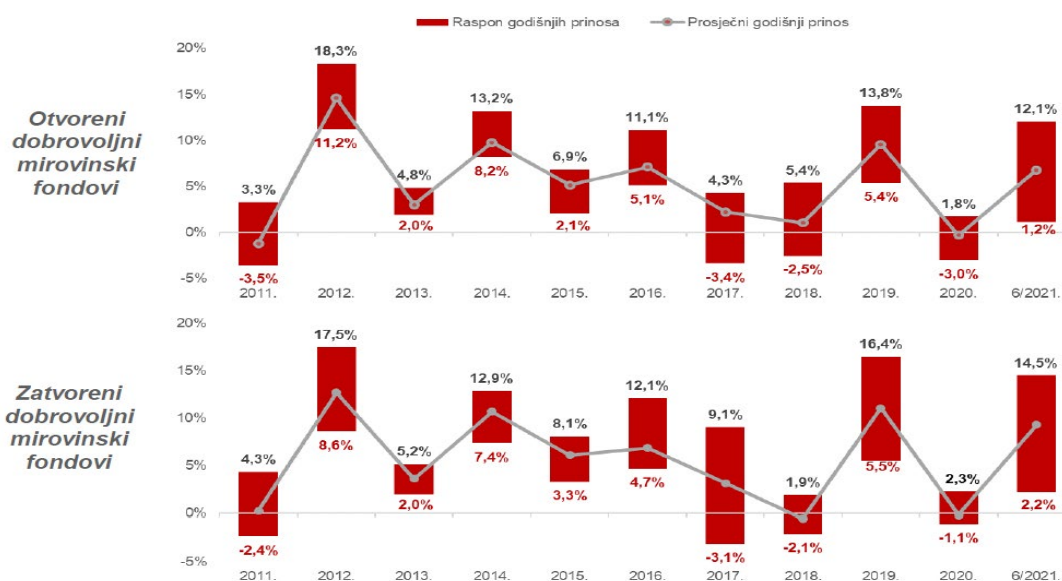
Izvor: HANFA

Prinosi otvorenih fondova su se u prvih šest mjeseci 2021. godine kretali između 1,2% i 12,1%, a prinosi zatvorenih fondova u istom periodu između 2,2% i 14,5%. Navedeni prinosi napredak su u odnosu na godinu ranije, no još uvijek su ispod predpandemijskih rezultata iz 2019. godine.

<sup>33</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. NN 19/14, 29/18, 115/18 (2019.)



Slika 16 Prinosi dobrovoljnih mirovinskih fondova



Izvor: HANFA

### 3.5. Europske smjernice i regulative

Kao što su u Republici Hrvatskoj mirovinski fondovi pod nadzorom HANFA-e, na europskoj razini, kao dio Europskog sustava financijskog nadzora, djeluje EIOPA (engl. European Insurance and Occupational Pensions Authority). EIOPA, odnosno Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje, neovisno je savjetodavno tijelo Europske komisije, Europskog parlamenta i Vijeća Europske unije. Svojim djelovanjem doprinosi održavanju stabilnosti financijskog sustava, osiguravanju transparentnosti tržišta i financijskih proizvoda te zaštiti osiguranih osoba, članova i korisnika programa mirovinskih osiguranja. U svom radu EIOPA surađuje s nacionalnim nadležnim tijelima te s Europskim nadzornim tijelom za bankarstvo (engl. EBA, European Banking Authority) i Europskim nadzornim tijelom za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. ESMA, European Securities and Markets Authority), a sve s ciljem postizanja financijske stabilnosti na području Unije.<sup>34</sup>

Na razini Europske unije postoji stav kako je nemoguće uspostaviti jedan univerzalni mirovinski sustav koji bi odgovarao specifičnostima svake države članice. Ipak zajednički stav je da se na razini Unije trebaju osigurati uvjeti za postizanje adekvatnog i održivog sustava. Svi

<sup>34</sup> Europska unija (n.d.), Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA), preuzeto 16.8.2021. s <https://europa.eu/djelokrug>

zakoni i regulative doneseni na europskoj razini teže ukidanju prepreka slobodnom kretanju robe, usluga, ljudi i kapitala. U tom smjeru ide i Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća o djelatnostima i nadzoru institucija za strukovno mirovinsko osiguranje kojoj je jedan od ciljeva osigurati dobro upravljanje, pružanje informacija članovima programa te transparentnost i sigurnost strukovnog mirovinskog osiguranja. Smatra se kako je navedena direktiva prvi korak u procesu stvaranja unutarnjeg tržišta za strukovno mirovinsko osiguranje koje bi dodatno potaknulo gospodarski rast i stvaranje novih radnih mjesta. Institucije za strukovno mirovinsko osiguranje imaju važnu ulogu u dugoročnom financiranju gospodarstva Unije te u omogućavanju sigurnih mirovina. Navedene institucije broje otprilike 75 milijuna članova te upravljaju imovinom vrijednom 2,5 bilijuna eura. Sukladno Direktivi institucije za strukovno mirovinsko osiguranje trebaju imati slobodu ulaganja te podlijegati samo koordiniranim bonitetnim zahtjevima. Ipak, države članice trebaju primjenjivati određene odredbe o pravilima ulaganja i sustavu upravljanja na institucije za strukovno mirovinsko osiguranje koje upravljaju mirovinskim programima koji ukupno imaju više od 15 članova. Institucije za strukovno mirovinsko osiguranje kao ulagatelji na vrlo dugi rok s niskim rizikom likvidnosti, mogu u određenim granicama ulagati u nelikvidnu imovinu kao što su dionice te u druge dugoročne instrumente kojima se primjerice ne trguje na uređenim tržištima, multilateralnim trgovinskim platformama (MTP) ili organiziranim trgovinskim platformama (OTP). Također, međunarodna diversifikacija portfelja navodi se kao jedna od prednosti. Ulaganja u dionice u valutama različitima od valute njihovih obveza i u druge instrumente s dugoročnim ekonomskim profilom kojima se ne trguje na uređenim tržištima, MTP-ovima ili OTP-ovima, stoga ne bi trebalo ograničavati, u skladu s načelom razboritosti, kako bi se zaštitili interesi članova i korisnika, osim zbog bonitetnih razloga.<sup>35</sup>

Općenito, države članice trebaju zahtijevati od institucija za strukovno mirovinsko osiguranje koje su registrirane ili imaju odobrenje za rad na njihovim državnim područjima da ulažu u skladu s načelom razboritosti, u najboljem dugoročnom interesu članova i korisnika. Pri ulaganju imovine poželjno je da se vodi računa o mogućem dugoročnom utjecaju ulaganja na okolišne, socijalne i upravljačke čimbenike. Imovina se ulaže na način kojim se osiguravaju sigurnost, kvaliteta, likvidnost i profitabilnost portfelja kao cjeline te se većinom ulaže na uređena tržišta. Ulaganja u imovinu koja nije uvrštena za trgovanje na uređenom financijskom tržištu moraju se držati na razboritim razinama. Ulaganje u izvedene financijske instrumente

---

<sup>35</sup> Službeni list Europske unije (2016.), Direktiva (EU) 2016/2341 Europskog parlamenta i Vijeća o djelatnostima i nadzoru institucija za strukovno mirovinsko osiguranje [e-publikacija], preuzeto 20.8.2021. s <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR>

moćuće je u mjeri u kojoj takvi instrumenti pridonose smanjenju rizika ulaganja ili olakšavaju učinkovito upravljanje portfeljem. Treba ih vrednovati razborito, uzimajući u obzir temeljnu imovinu, te uključiti u vrednovanje imovine institucije za strukovno mirovinsko osiguranje. Institucije za strukovno mirovinsko osiguranje moraju izbjegavati i prekomjernu izloženost riziku povezanu sa samo jednom drugom ugovornom strankom i drugim poslovima s izvedenicama. Imovina se mora pravilno diversificirati tako da se izbjegne pretjerano oslanjanje na pojedinu imovinu, izdavatelja ili grupu poduzeća i akumuliranje rizika u portfelju kao cjelini.<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> Službeni list Europske unije (2016.), Direktiva (EU) 2016/2341 Europskog parlamenta i Vijeća o djelatnostima i nadzoru institucija za strukovno mirovinsko osiguranje [e-publikacija], preuzeto 20.8.2021. s <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR>

## 4. ALTERNATIVNE KLASE ULAGANJA

### 4.1. Municipalne obveznice

Municipalne su obveznice vrijednosni papiri koje emitira jedinica lokalne i regionalne samouprave (općina, grad ili županija) s ciljem prikupljanja sredstava za financiranje vlastitih potreba. Iako je najčešći oblik financiranja jedinica lokalne samouprave sredstvima iz proračuna, s obzirom na ograničenost proračunskih sredstava i rastuće potrebe, kao logično rješenje počinju se nametati neki eksterni oblici financiranja. Najčešći oblik eksternog financiranja jedinica lokalne samouprave u Republici Hrvatskoj je bankovni kredit. Ipak, u ovom poglavlju bit će istražene prednosti i nedostaci zaduživanja jedinica lokalne samouprave emisijom municipalnih obveznica s obzirom na njihove specifičnosti kao i potencijal ulaganja u ovu vrstu imovine.

Osnovne karakteristike obveznica prisutne su i kod municipalnih obveznica. Kao sredstvo, obveznice u osnovi predstavljaju kredit koji njihovi kupci daju emitentu pod određenim uvjetima, a s obzirom na cijenu uloženi sredstava, to jest kamatu i rok dospijeca.<sup>37</sup> Ipak, obveznice se razlikuju od tradicionalnog bankovnog kredita utoliko što su utržive i prenosive. Drugim riječima, kada investitor kupi obveznicu, on kreditira emitenta, ali ne mora držati navedenu obveznicu do dospijeca, već ju u bilo kojem trenutku može prodati na tržištu kapitala. Također, i sam ju emitent može otkupiti prije dospijeca uz diskont.

Većina obveznica ima unaprijed definiranu kamatnu stopu – kupon, što ih čini niskorizičnim vrijednosnim papirima koji onda posljedično nose i niži prinos od vrijednosnih papira kod kojih je kamatnjak varijabilan. Nadalje, postoji nekoliko teorema koji proizlaze iz specifičnosti obveznica:

- cijena se obveznice kreće u suprotnom smjeru od kretanja kamatne stope na tržištu;
- što je duže vrijeme do dospijeca obveznice, to je veća postotna promjena cijene obveznice;
- što je niža kamatna stopa (kupon) to je veća postotna promjena cijene za svaku promjenu kamatne stope na tržištu;

---

<sup>37</sup> Foley, B. J. (1991.), Tržište kapitala, Zagreb, Mate, str.75.

- uz definirano vrijeme dospjeća i kupona, povećanje cijene obveznice, zbog pada tržišnih kamatnih stopa uvijek će biti veće od smanjenja cijene obveznice zbog povećanja tržišnih kamatnih stopa, za istu apsolutnu promjenu.<sup>38</sup>

Sve navedeno vrijedi i za municipalne obveznice koje su dominantno dugoročni vrijednosni papiri, iako ponekad mogu imati i srednjoročni karakter, što ih čini idealnim eksternim izvorom financiranja kapitalnih projekata jedinica lokalne samouprave.

Financiranje potreba jedinica lokalne samouprave emisijom municipalnih obveznica ima višestruke prednosti. Prvo, to su one koje proizlaze iz nepovoljnih uvjeta bankarskog kreditiranja ili financiranja iz drugih eksternih izvora, a drugo, to su prednosti koje proizlaze iz samog karaktera municipalne obveznice kao sredstva financiranja i kao vrijednosnog papira.<sup>39</sup> Nepovoljni uvjeti bankarskog kreditiranja iz perspektive jedinice lokalne samouprave, ogledaju se u previsokim aktivnim kamatnim stopama, dok se nepovoljni uvjeti iz perspektive investitora ogledaju u preniskim pasivnim kamatnim stopama na sredstva položena u banci. Stoga se formiranjem kuponske kamatne stope na razini između aktivne i pasivne bankovne kamatne stope stvaraju povoljni uvjeti za emitenta vrijednosnog papira kojem zaduživanje postaje jeftinije, kao i za investitora koji dobiva mogućnost uložiti slobodna novčana sredstva u relativno siguran instrument koji nosi veći prinos od pasivnih kamatnih stopa u banci. Što je kreditni rejting izdavatelja municipalne obveznice veći, kamatna stopa će biti manja jer se smatra da je rizičnost instrumenta manja. Također, vrijedi i obrnuto.

Prednosti koje proizlaze iz karaktera municipalne obveznice već su ranije spomenuta utrživost i prenosivost, te niži stupanj rizika koji proizlazi iz unaprijed definirane kamatne stope, ali i iz činjenice da su jedinice lokalne samouprave pouzdan emitent. Iz perspektive emitenta prednosti se ogledaju u mogućnosti ranijeg otkupa emisije uz diskont, te mogućnosti nekoliko emisija municipalnih obveznica, ovisno o potrebama jedinice lokalne samouprave, odnosno projektima. Ipak, treba naglasiti kako je nužno da emitirane municipalne obveznice imaju pokriće u priljevu proračunskih sredstava jedinice lokalne samouprave.

Glavni nedostatak financiranja emisijom municipalnih obveznica u odnosu na bankovni kredit, ogleda se u kompleksnosti same organizacije emisije. Naime, uz angažman izdavatelja, odnosno emitenta, te ulagatelja, odnosno investitora, nužan je i doprinos sljedećih dionika: agenta izdanja koji vodi cijeli proces i povezuje ostale subjekte, garanta koji ima funkciju jamca

---

<sup>38</sup> Orsag, S. (1997.), *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Zagreb, Rifin, 272 - 277.

<sup>39</sup> Penavin, S. (1999.), *Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave*, *Ekonomski vjesnik*, br. 1 i 2 (12): 117- 125, 1999.

svih obveza iz obveznice, pokrovitelja uvrštenja koji osigurava izvršenje plasmana, platnog agenta koji vodi platni promet emisije u ime i za račun emitenta, te voditelja registra koji vodi registar, odnosno knjigu vlasnika obveznica. Neposrednu ulogu imaju i Ministarstvo financija i HANFA.<sup>40</sup>

Valja naglasiti kako je samo u kolovozu 2021. godine u Sjedinjenim Američkim Državama izdano municipalnih obveznica u vrijednosti od oko 40 milijardi američkih dolara.

Slika 17 Emisija municipalnih obveznica u SAD-u



Izvor: SIFMA

#### 4.2. Projektne obveznice

Projektne obveznice su dužnički vrijednosni papiri koji se emitiraju u svrhu financiranja infrastrukturnih projekata pa se stoga često nazivaju i infrastrukturnim obveznicama. Često ih se veže za Latinsku Ameriku, koja je devedesetih godina prošlog stoljeća prolazila kroz značajne promjene. Naime, s jedne strane to je bilo razdoblje razvoja sustava mirovinskog osiguranja u privatnim mirovinskim fondovima, a s druge strane bio je ovo period pojačane ekonomske aktivnosti koja je iziskivala i nova infrastrukturna ulaganja. Kako su fondovi raspolagali velikim količinama likvidnosti za koju nisu znali gdje ju plasirati, a infrastrukturni projekti vapili za priljevom kapitala, nastala je ideja o ulaganju mirovinskih fondova u

<sup>40</sup> Penavin, S. (1999.), Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave, *Ekonomski vjesnik*, br. 1 i 2 (12): 117- 125, 1999.

infrastrukturne projektne obveznice. U većini zemalja Latinske Amerike ovo je ipak ostalo samo na razini ideje s obzirom da su domaća tržišta kapitala bila slabo razvijena, a ulaganja ograničena rigidnim zakonima.

Činjenica je da se ova vrsta ulaganja može pozitivno odraziti i na imovinu mirovinskih fondova, ali i na cjelokupno gospodarstvo s obzirom da navedeni projekti utječu na kolektivno blagostanje. Pri tome je bitno kreirati projektne obveznice na način da su one prihvatljive mirovinskim fondovima kao investitorima. U ovom procesu važnu ulogu uz privatne kompanije koje izdaju ovu vrstu obveznica, svakako ima i država, koja se najčešće pojavljuje u ulozi jamca, ali i regulatora. Dobro strukturirane projektne obveznice mogu predstavljati poželjnu klasu imovine u koju će mirovinski fondovi rado ulagati, ali treba imati na umu da su svi infrastrukturni projekti zbog svoje prirode rizični. Krajem devedesetih godina prošlog stoljeća argentinski mirovinski fondovi su uložili u ovaj oblik imovine između 0,6% i 5,8% ukupne neto imovine, a fondovi u SAD-u približno 5% imovine. Profesor sa Stanforda, Antonio Vives predlaže da se u ovaj oblik vrijednosnica ulaže između 1% i 5% ukupne neto imovine. S tim da navedena preporuka nije rezultat detaljnijeg istraživanja već rezultat dosadašnjih iskustava u promatranim zemljama.<sup>41</sup>

Projektne obveznice, kao i svaki oblik imovine imaju određene prednosti, ali i nedostatke. U nastavku su pobrojane neke prednosti kao i potencijalni rizici koji proizlaze, kako iz same prirode ovog tipa vrijednosnih papira, tako i iz ulaganja mirovinskih fondova u navedenu klasu imovine. Od prednosti se ističu:

- viši prinosi zbog veće razine rizika;
- smanjen trošak financiranja infrastrukturnih projekata i olakšana pribava sredstava;
- doprinos cjelokupnom ekonomskom rastu, kreiranju novih radnih mjesta što se opet pozitivno odražava na imovinu mirovinskih fondova.

U glavne nedostatke ubrajaju se:

- veći očekivani prinosi ostvaruju se tek u dugom roku;
- u nekim zemljama postoje zakonska ograničenja koja ne dozvoljavaju ulaganja mirovinskih fondova u ovu vrstu imovine;

---

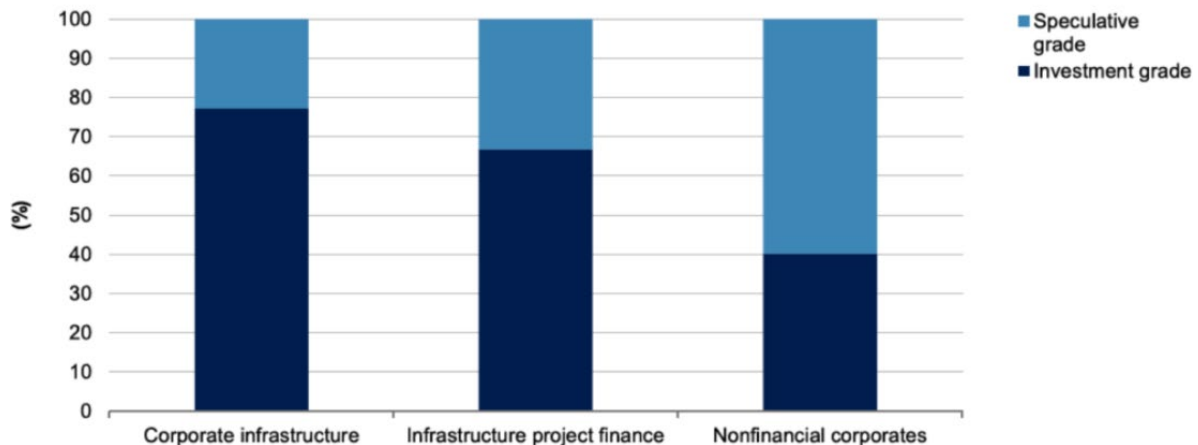
<sup>41</sup> Vives, A. (1999.), Pension Funds in Infrastructure Project Finance: Regulations and Instrument Design, The Journal of Structured Finance, preuzeto 20.8.2021 s: <https://www.researchgate.net/publication>

- nediverzificirajući rizik koji proizlazi iz činjenice da projekt može propasti.<sup>42</sup>

Većina spomenutih nedostataka može se riješiti ukoliko postoji volja ključnih dionika u procesu: emitenata, investitora i države. Načini na koje se navedeno može postići kao i prostor za implementaciju u Republici Hrvatskoj istraženi su u sklopu Poglavlja 5.

Također, treba napomenuti Svjetska banka predviđa da će ulaganja u infrastrukturu dosegnuti 94 milijuna dolara u budućnosti pri čemu će postojati manjak od 18 milijuna dolara za postizanje tog cilja. Novije analize infrastrukturnih obveznica tijekom više od 25 godina koje je proveo S&P Global otkrivaju da infrastrukturne obveznice dobivaju veće kreditne rejtinge, pokazuju manju nestabilnost i doživljavaju manje neplaćanja od ostalih obveznica koje izdaju nefinancijske korporacije. Broj infrastrukturnih projekata kojima je kreditni rejting dodijelio S&P Global i više se nego utrostručio u posljednjih 25 godina, na više od 1400 izdanja do kraja 2016. godine. 1991. godine 96% ovih projekata odvijalo se na području Sjeverne Amerike, a 2016. godine spomenuti udio smanjio se na 53%, dok su Europa, Bliski istok i Afrika skočili s 3% na 28%. Sveukupno, tri četvrtine infrastrukturnih projekata dobilo je investicijski rang 2016. godine, u usporedbi sa samo 40% izdanja nefinancijskih korporacija za financiranje ostalih namjena.<sup>43</sup>

Slika 18 Usporedba rejtinga infrastrukturnih i ostalih projekata



Sources: S&P Global Market Intelligence's CreditPro® and S&P Global Fixed Income Research.  
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Izvor: S&P Global Market Intelligence's CreditPro i S&P Global Fixed Income Research

<sup>42</sup> Vives, A. (1999.), Pension Funds in Infrastructure Project Finance: Regulations and Instrument Design, The Journal of Structured Finance, preuzeto 20.8.2021 s: <https://www.researchgate.net/publication>

<sup>43</sup> BRINK Editorial Staff (2018.), The Virtuous Cycle of Infrastructure Bonds, preuzeto 15.9.2021. s <https://www.brinknews.com/the-virtuous-cycle-of-infrastructure-bonds/>



### 4.3. Zelena ulaganja

Društveno odgovorna financijska ulaganja tumače se kao financijska ulaganja individualnih i institucionalnih ulagača u investicijske fondove društveno odgovornih financijskih ulaganja ili u društveno odgovorna poduzeća, a nastoje ostvariti jednako važne financijske i nefinancijske ciljeve. Ova ulaganja mogu biti usmjerena na društvene, ekološke, upravljačke i etičke čimbenike ili na kombinaciju navedenih čimbenika društvene odgovornosti.<sup>44</sup> Zelena ulaganja samo su jedan segment društveno odgovornih financijskih ulaganja, a podrazumijevaju investicijske aktivnosti usmjerene na projekte ili kompanije kojima je cilj očuvanje prirodnih resursa, otkrivanje i proizvodnja alternativnih izvora energije ili neka druga okolišno osviještena aktivnost.<sup>45</sup> Investitori pri tome mogu odabrati neki od instrumenata u koji će uložiti ovisno o preferencijama. Najjednostavnija podjela je na vlasničke, dužničke i alternativne instrumente. U vlasničke, osim dionica, spadaju i dionički indeksi te dionički fondovi. Od dužničkih vrijednosnih papira ističu se zelene obveznice s fiksnim prinosom. Od alternativnih klasa imovine treba istaknuti ulaganja u nekretnine koje su okolišno prihvatljive te private equity fondove koji investiraju u zelene projekte.<sup>46</sup>

Kako bi razumjeli potencijal ove vrste ulaganja moramo shvatiti globalne trendove i izazove s kojima se današnje društvo suočava. U godinama koje dolaze očekuje se postupni prijelaz na klimatski neutralno gospodarstvo što će zahtijevati značajne investicije iz privatnih izvora kapitala. Ujedinjeni narodi su još 2015. godine predstavili 17 ciljeva održivog razvoja koji predstavljaju splet ekoloških, socijalnih i gospodarskih ciljeva koji su međusobno ovisni. Čista voda, zaštita klime i pristupačna energija iz čistih izvora samo su neki od njih. Nadalje, Europska unija odlučna je u namjeri da do 2050. postane prvi klimatski neutralan blok u svijetu, što se može postići samo znatnim ulaganjima Europske unije, nacionalnih javnih i privatnih sektora. Stoga je predstavljen Plan ulaganja za održivu Europu koji zapravo predstavlja plan ulaganja za europski zeleni plan kojim će se mobilizirati javna ulaganja i pomoći u privlačenju privatnih sredstava putem financijskih instrumenata Europske unije. Procjenjuje se kako će ukupna ulaganja iznositi najmanje bilijun eura.<sup>47</sup>

---

<sup>44</sup> Ivanišević Hernaus, A. (2016.), Društvena odgovornost u financijskom sektoru, EFZG working paper series, (08), str. 1-17., preuzeto 24.8.2021. s: <https://hrcak.srce.hr>

<sup>45</sup> Investopedia (2021.), Green investing, preuzeto 28.8.2020. s <https://www.investopedia.com>

<sup>46</sup> EDHEC - Risk Institute (2010.) Adoption of Green Investing by Institutional Investors: A European Survey, preuzeto 26.8.2021. s <https://edhec.greeninvesting>

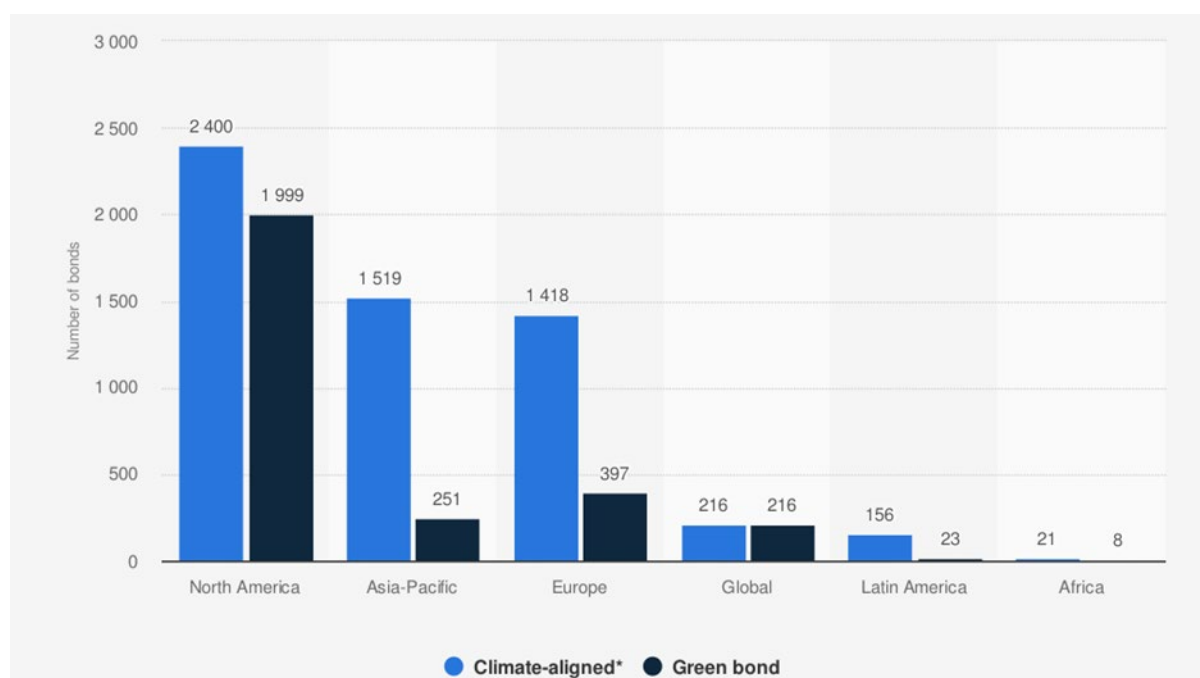
<sup>47</sup> Europska komisija (2020.), Financiranje zelene tranzicije: Plan ulaganja za europski zeleni plan i mehanizam za pravednu tranziciju, preuzeto 26.8.2021. s [https://ec.europa.eu/regional\\_policy](https://ec.europa.eu/regional_policy)

Ulaganja ove vrste ne nose samo prednosti koje proizlaze iz karaktera pojedine zelene vrijednosnice, nego i satisfakciju ulagaču da postupa društveno odgovorno i u korist širih masa. Bitno je naglasiti kako zelena ulaganja, osim prinosa, podrazumijevaju i ostvarenje pozitivnog utjecaja na društvo u cjelini. Ipak, postoje i neki nedostaci koji uglavnom proizlaze iz činjenice da je riječ o još uvijek relativno novom konceptu koji zahtijeva određenu prilagodbu prije nego postane šire prihvaćen. Većina zelenih ulaganja trenutno je nekonkurentna jer često uključuje nove tehnologije koje zahtijevaju podršku i koje tek treba komercijalizirati. Također, postojeće „crne“ tehnologije još uvijek su dominantne, a ponegdje se fosilna goriva i dalje uvelike subvencioniraju. Druga ključna prepreka je nedostatak financijskih instrumenata koji bi investitorima pa tako i mirovinskim fondovima bili prihvatljivi za ulaganje. Tržište zelenih ulaganja i dalje je relativno malo i nelikvidno. I u ovom segmentu bi javna tijela mogla odigrati ključnu ulogu, a standardizacija i ocjena rizičnosti zelenih ulaganja također bi pomogli.

Dodatna prepreka ulaganju mirovinskih fondova u zelene projekte je nedostatak znanja i iskustva, ne samo sa zelenim projektima, već općenito s ulaganjem u infrastrukturu koja je nužna za implementaciju zelenih projekata.

Iako je još uvijek malo, tržište zelenih ulaganja počinje bilježiti rast. Uz razvijenije dioničke proizvode (poput zelenih indeksa koji se sastoje od društava koja kotiraju na burzi i posluju na zelenim projektima), postoje i instrumenti s fiksnim prihodom, primjerice zelene obveznice. OECD procjenjuje da je globalno tržište zelenih obveznica 2011. godine vrijedilo oko 16 milijardi američkih dolara. Usporedbe radi, 2019. godine isto tržište vrijedi 259 milijardi dolara. Prema podacima HSBC-a u 2018. godini najviše zelenih obveznica izdano je na teritoriju Sjeverne Amerike te Azije i Pacifika, pri čemu od država prednjače SAD, Njemačka i Francuska.

Slika 19 Zelene obveznice u svijetu (2018. godine po regijama)



Izvor: HSBC, Climate Bonds Initiative

Nedvojbeno je da bi se država trebala uključiti u stvaranje poticajnog okruženja za razvoj novih zelenih tehnologija. Najvažnije je kreirati jasne i dosljedne politike zaštite okoliša koje će popraviti, a ponegdje i prevenirati tržišne neuspjehe te prikazati zelena ulaganja kao relativno siguran izbor. Potrebna je i podrška infrastrukturnim projektima, uključujući dugoročno planiranje i dobro regulatorno okruženje koje podržava javno-privatna partnerstva. Nenamjerne prepreke uključivanju određenih investitora, primjerice mirovinskih fondova, mogu postojati u smislu propisa o ulaganjima i solventnosti (ograničenja imovine, ograničenja za nelikvidna ulaganja ili ulaganja koja ne kotiraju na burzi, solventnost i računovodstvena pravila). Podrška zelenim ulaganjima može se pružiti kroz programe edukacije ključnih dionika, ali i šire javnosti. Bez navedenih prilagodbi, teško da će zelena ulaganja u bliskoj budućnosti privući veće količine kapitala iz privatnog sektora.<sup>48</sup>

#### 4.4. Private equity i venture capital fondovi

Private equity (PE) i venture capital (VC) podrazumijevaju dugoročna ulaganja u privatne kompanije koje ne kotiraju na burzi, ali imaju potencijal za rast. U zamjenu za ulaganje u

<sup>48</sup> Della Croce, R., C. Kaminker i F. Stewart (2011.), The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives, OECD Publishing, Paris [e-publikacija], preuzeto 28.8.2021. s <https://www.oecd.org/finance>

kompaniju, fondovi privatnog i rizičnog kapitala dobivaju udjele u poduzeću i udružuju se s menadžmentom kako bi podržali planove rasta i unaprijedili poslovanje s ciljem povećanja njegove vrijednosti. Povrat na investiciju ostvaruje se prodajom ili napuštanjem poslovanja.<sup>49</sup> U Europskoj uniji i Republici Hrvatskoj pojmovi private equity i venture capital su sinonimi, no u Sjedinjenim Američkim Državama pojam venture capital odnosi se samo na investicije u ranim fazama razvoja kompanije. Također, PE fondovi ulažu u sve industrije, a VC fondovi se orijentiraju na viskotehnoške industrije. Nadalje, PE fondovi kupuju vlasništvo u kompanijama i ulažu velike iznose (između 100 milijuna i 10 milijardi dolara), dok se VC fondovi više baziraju na manjim udjelima i ulažu sredstva do iznosa od 10 milijuna dolara. Stoga ne čudi da kod VC fondova dominira kapital, a kod PE fondova je prisutna kombinacija duga i kapitala.

Dakle, private equity je širi pojam koji uz venture capital ulaganja, podrazumijeva i ulaganja u drugim fazama razvoja poduzeća. Općenito, životni ciklus poduzeća podrazumijeva 5 faza:

1. Sjemensku fazu (Seed Stage) karakterizira razdoblje bez prihoda te proizvode i usluge koji su još u fazi testiranja. Financiranje se vrši od strane obitelji, prijatelja, poslovnih anđela i venture capital fondova.
2. Ranu fazu (Early Stage ili Start-up Stage) karakterizira komercijalizacija proizvoda i početak prodaje. Financiranje se vrši od strane poslovnih anđela i venture capital fondova.
3. Fazu ekspanzije (Mid/Expansion Stage) karakterizira rast poslovanja i ostvarivanje profita. Poduzeće ako želi može se financirati i od strane venture capital i private equity fondova.
4. Kasnu fazu (Late/Mezzanine Stage) karakterizira profitabilnost te tendencije ka širenju, pripremi inicijalne javne ponude ili preuzimanju drugog poduzeća.
5. Izlaz (Exit) je faza u kojoj se napušta investicija kroz inicijalnu javnu ponudu, direktnu prodaju poduzeća ili preuzimanje poduzeća kojim se isplaćuju svi dioničari.

Private equity ulaganja, osim venture capital ulaganja koja se karakteriziraju kao vlasnička ulaganja u ranim fazama razvoja poduzeća s ciljem izgradnje poduzeća, podrazumijevaju i još neke podvrste ulaganja. Primjerice, prema podacima Invest Europe, leveraged buyout (LBO) najzastupljeniji je oblik private equity ulaganja u Europi s udjelom od oko 62% u 2020. godini.

---

<sup>49</sup> Invest Europe (2016.), Guide to Private Equity and Venture Capital for Pension Funds [e-publikacija], preuzeto 28.8.2021. s <https://investeurope.eu/media>

Riječ je o kupnji cijelog ili većinskog udjela u poduzeću korištenjem sredstava malog broja investitora i visokog udjela duga. Obično se ciljaju zrela poduzeća koja imaju snažan novčani tok kojim će se otplaćivati dug. Nadalje, growth capital je oblik private equity ulaganja u zrela poduzeća kojima trebaju sredstva za širenje ili restrukturiranje. S obzirom da se kupuje samo manji udio, ne dolazi do promjene u kontroli poduzeća. Naposljetku, mezzanine capital je oblik private equity ulaganja u podređeni dug i/ili preferencijalne dionice bez preuzimanja glasačke kontrole u poduzeću.<sup>50</sup>

Private equity fondovi su imovina koja se formira na temelju interesa privatnih i institucionalnih investitora. Jednom kada su sredstva prikupljena njima upravlja društvo za upravljanje na čelu s profesionalnim menadžerima fonda. Fondovi se najčešće osnivaju kao ograničena partnerstva na određeni rok, najčešće deset godina. U prvoj fazi, prikupljanja kapitala i osnivanja private equity fonda, društvo za upravljanje private equity fondom (general partner), okuplja investitore koji će ulagati u kompanije s velikim potencijalom, na temelju ranije definirane strategije. Ova faza traje između šest i dvanaest mjeseci. Kada su sredstva prikupljena, kreće faza investiranja koju karakterizira potraga za kompanijama koje su prikladne s obzirom na strategiju ulaganja. Ova faza traje oko pet godina, a slijedi ju faza upravljanja ulaganjima u kojoj menadžeri provode investicijske aktivnosti i pripremaju izlazne strategije. U posljednjoj fazi događa se izlazak iz investicije i redistribucija sredstava vlasnicima udjela u fondu na temelju njihovih inicijalnih ulaganja.<sup>51</sup>

Tijekom godina private equity i venture capital fondovi postali su sve zanimljiviji investitorima. Greenwich Associates Report iz 2014. godine govori kako je 62% europskih fondova uključilo private equity i venture capital u svoje mirovinske programe, a 33% ih planira to učiniti u budućnosti. Još 2014. godine mirovinski fondovi su bili najznačajniji ulagači u ovaj tip imovine. Neki od razloga kriju se u prednostima koje proizlaze iz karaktera ovakvih ulaganja. Dugoročno gledano, private equity ulagačima pruža veće prinose od usporedivih ulaganja u javna poduzeća. Primjerice, PE fondovi sa sjedištem u Velikoj Britaniji (od kojih mnogi ulažu na paneuropskoj razini) ostvarili su godišnje prinose od 14,9% u razdoblju od deset godina do 2014. godine, što je otprilike dvostruko više od prinosa ukupne imovine mirovinskih fondova prema podacima The British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA). Najviši prinosi ostvaruju se upravo u dugom roku što mirovinskim fondovima odgovara s obzirom da su i njihove obveze dugoročnog karaktera. Također, private

---

<sup>50</sup> Solenički. M., (2020.) Private equity, preuzeto 29.8.2021. s <https://drive.google.com/>

<sup>51</sup> Solenički. M., (2020.) Private equity, preuzeto 29.8.2021. s <https://drive.google.com/>

equity i venture capital fondovi nude ulagačima mogućnost diversifikacije rizika. Naime, PE i VC fondovi imaju pristup malim i srednje velikim privatnim kompanijama do kojih je inače teško doći preko drugih klasa imovine s obzirom da njihove vrijednosnice obično nisu uvrštene na službena tržišta. Značajan je i utjecaj ove vrste ulaganja na cjelokupno gospodarstvo. Izvješće Frontier Economics pokazuje kako je 12% svih industrijskih inovacija nastalo u kompanijama iza kojih stoje private i venture capital fondovi. Ista studija govori i u prilog poboljšanju produktivnosti. Naime, u prve tri godine ulaganja, operativni učinak povećan je u navedenim kompanijama između 4,5% i 8,5%. Istraživanje također pokazuje da navedene kompanije imaju i za 50% manju vjerojatnost da će propasti od onih sa sličnim karakteristikama koje nemaju podršku private i venture capital fondova. Također, valja napomenuti kako zahvaljujući ulaganjima private equity i venture capital fondova u Europi svake godine nastane 5.600 novih kompanija koje su važan generator novih radnih mjesta. Osim što su izvrstan izvor eksternog financiranja za mala i srednja poduzeća, PE i VC fondovi poduzećima prenose praktična i stručna znanja potrebna za daljnji razvoj poslovanja.<sup>52</sup>

Ipak, ne postoji ulaganje koje ne nosi određeni rizik pa tako ni private equity i venture capital fondovi nisu iznimke. Prvi nedostatak ovakvih ulaganja ogleda se u nelikvidnosti samog ulaganja. Kako je ranije spomenuto najbolji prinosi ostvaruju se u dugom roku. S obzirom da je riječ o ulaganjima u relativno nova poduzeća, logično je da treba proći određen vremenski rok dok se poslovanje ne dovede na zadovoljavajuću razinu. Također, investitori trebaju biti svjesni činjenice da će povrati u prvim godinama biti iznimno niski, a možda čak i negativni jer poduzeće još uvijek ne generira zadovoljavajuće prihode, a troškovi osnivanja fonda, naknade za upravljanje i tekući troškovi dolaze na naplatu. Sljedeći rizik povezan je s izborom adekvatnog fond menadžera. Mnogi smatraju kako upravo menadžeri svojim znanjem i iskustvom najviše doprinose uspješnosti fonda. Brojna su istraživanja pokazala da određeni fondovi kontinuirano ostvaruju dobre rezultate zahvaljujući dobrom vodstvu. Ono što se može nepovoljno odraziti na rezultate rizik je koji proizlazi iz samog poduzeća. Iako, poduzeća prije uvrštenja u portfelj fonda prolaze proces dubinskog snimanja u kojem sudjeluju stručnjaci iz različitih područja (pravnici, računovođe, revizori...), ipak ostaje određeni rizik da će poduzeće u budućnosti podbaciti. Ovaj rizik bi trebao biti smanjen aktivnim angažmanom kvalitetnog fond menadžera, a rizik lošeg poslovnog rezultata može se umanjiti i diversifikacijom portfelja

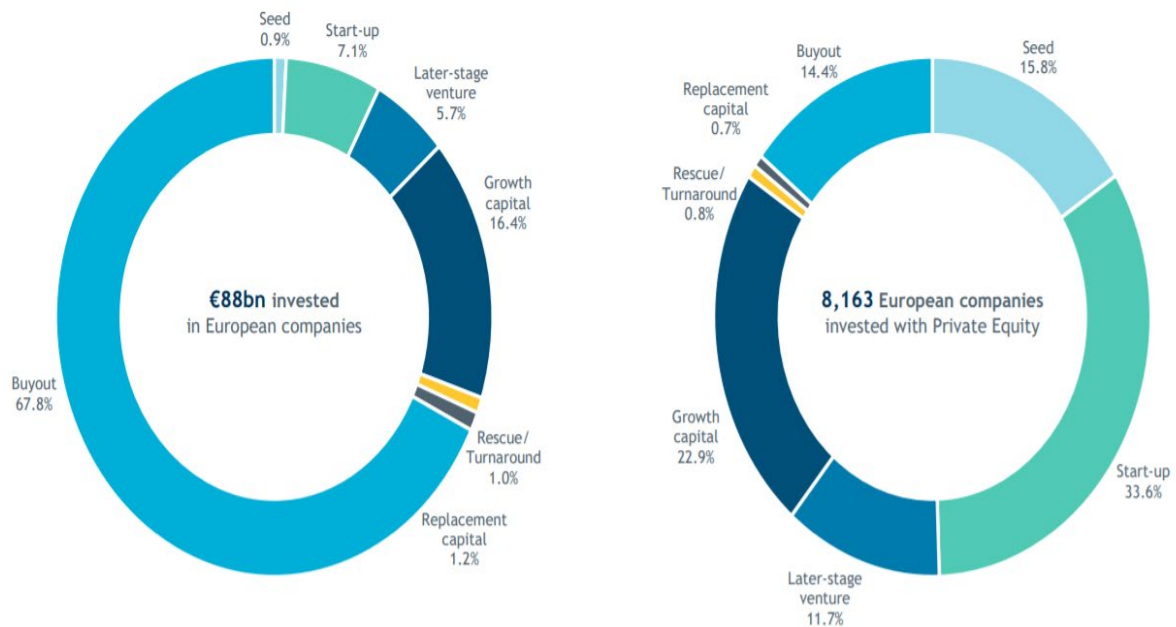
---

<sup>52</sup> Invest Europe (2016.), Guide to Private Equity and Venture Capital for Pension Funds [e-publikacija], preuzeto 28.8.2021. s <https://investeurope.eu/media>

koji kod private equity fondova uključuje između deset i petnaest poduzeća, a kod venture capital fondova i do trideset poduzeća.<sup>53</sup>

2020. godine 25,9% ukupnih sredstava za private equity ulaganja došlo je iz Sjeverne Amerike, a 15,1% s područja Australije i Azije. Od europskih zemalja posebno se ističu Francuska, Ujedinjeno Kraljevstvo, Njemačka, skandinavske zemlje i Španjolska. 2020. godine private equity fondovi u Europskoj uniji investirali su oko 88 milijardi eura u europska poduzeća i to najviše u poduzeća koja se nalaze u start-up fazi. Najkorištenija metoda ulaganja bio je leveraged buyout (67,8%).

Slika 20 Investicije private equity fondova po fazama razvoja poduzeća, u 2020. godini



Izvor: Invest Europe

<sup>53</sup> Invest Europe (2016.), Guide to Private Equity and Venture Capital for Pension Funds [e-publikacija], preuzeto 28.8.2021. s <https://investeurope.eu/media>

## 5. PROSTOR ZA IMPLEMENTACIJU U REPUBLICI HRVATSKOJ

### 5.1. Municipalne obveznice kao oblik financiranja potreba lokalne samouprave

Na razini lokalne samouprave od 1993. funkcioniraju općine i gradovi. Zakonskom su definicijom općine predviđene kao jedinice pretežno ruralnog karaktera. Gradovi su zamišljeni kao pretežno urbane jedinice koje imaju preko 10.000 stanovnika (populacijski kriterij). Ipak, dodatnim je kriterijima ta kategorija značajno proširena. Dodatni su kriteriji administrativni, koji status grada osigurava svakoj jedinici koja je proglašena sjedištem županije, i gravitacijski, koji omogućuje da se stanovništvu jednog većeg centralnog naselja pribroji stanovništvo prigradskih naselja koja su s njim povezana svakodnevnim migracijama i drugim gravitacijskim procesima čime ono stječe mogućnost prijeći granicu od 10.000 stanovnika. No, zakonodavac je omogućio da se i bez toga neko naselje utemelji kao grad zbog posebnih razloga i posebnog značenja koje može biti povijesno, gospodarsko, geoprometno i drugo (kriterij iznimke).<sup>54</sup> Danas u Republici Hrvatskoj imamo 128 gradova i 428 općina. Lokalna razina vlasti najbliža je građanima te sukladno Zakonu o lokalnoj i područnoj (regionalnoj) samoupravi obavlja poslove kojima se neposredno ostvaruju potrebe građana, a koje nisu Ustavom ili zakonom dodijeljene posebnim tijelima. Riječ je o poslovima koji se odnose na: uređenje naselja i stanovanje, prostorno i urbanističko planiranje, komunalno gospodarstvo, brigu o djeci, socijalnu skrb, primarnu zdravstvenu zaštitu, odgoj i osnovno obrazovanje, kulturu, tjelesnu kulturu i sport, zaštitu potrošača, zaštitu i unapređenje prirodnog okoliša, protupožarnu i civilnu zaštitu, promet na svom području te ostale poslove sukladno posebnim zakonima.<sup>55</sup> Iz navedenog je jasno kako lokalna samouprava u Hrvatskoj obavlja širok spektar poslova koji se dominantno financiraju iz lokalnog proračuna. No, s obzirom na rastuće potrebe i ograničenost proračunskih sredstava za neke projekte bilo bi poželjno pronaći alternativne izvore financiranja. Zakon o financiranju jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave uređuje izvore sredstava i financiranje poslova iz samoupravnog djelokruga jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, raspodjelu prihoda od poreza na dohodak, fiskalno izravnane jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave te financiranje decentraliziranih funkcija.<sup>56</sup> S druge pak strane, Zakon o proračunu uređuje zaduživanje i

---

<sup>54</sup> Koprić, I. (2013.), Dvadeset godina lokalne i područne (regionalne) samouprave u Hrvatskoj: Razvoj, stanje i perspektive, u: Đulabić, V. (ur.) Lokalna samouprava i lokalni izbori : Zakon o lokalnoj i područnoj (regionalnoj) samoupravi: zakon o lokalnim izborima, Zagreb, Institut za javnu upravu, str. 3-63.

<sup>55</sup> Zakon o lokalnoj i područnoj (regionalnoj) samoupravi, Narodne novine br. 33/01, 60/01, 129/05, 109/07, 125/08, 36/09, 36/09, 150/11, 144/12, 19/13, 137/15, 123/17, 98/19, 144/20 (2020.)

<sup>56</sup> Zakon o financiranju jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, Narodne novine br. NN 127/17, 138/20 (2020.)



jamstvo države te jedinica lokalne i područne regionalne samouprave. U članku 86. stavku 1., spomenutog Zakona piše da se jedinica lokalne i područne regionalne samouprave može zaduživati uzimanjem kredita, zajmova i izdavanjem vrijednosnih papira. Također, u članku 87. stavak 1. stoji kako se jedinica lokalne i područne regionalne samouprave može dugoročno zadužiti samo za investiciju koja se financira iz njezina proračuna, a koju potvrdi njezino predstavničko tijelo (općinsko ili gradsko vijeće, odnosno županijska skupština) uz suglasnost Vlade, a na prijedlog ministra financija.<sup>57</sup> Pravilnik o postupku zaduživanja te davanja jamstava i suglasnosti jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave detaljnije pojašnjava pojam investicije. Pod pojmom investicija, podrazumijevaju se rashodi za nabavu nefinancijske imovine (osim prijevoznog sredstva u cestovnom prometu - osobnog automobila) koje općina, grad ili županija financira iz svoga proračuna, u skladu sa Zakonom. Nakon što općina, grad ili županija dobije suglasnost za zaduživanje izdavanjem vrijednosnih papira prema odredbama spomenutog Pravilnika, ponudu vrijednosnih papira javnosti provodi sukladno odredbama Zakona o tržištu kapitala i propisa donesenih na temelju toga Zakona.<sup>58</sup> Dakle, u Republici Hrvatskoj postoji zakonski okvir koji uređuje zaduživanje gradova i općina korištenjem municipalnih obveznica pa se da zaključiti kako s regulatornog aspekta nema prepreka. Sljedeći preduvjet koji mora biti ispunjen kako bi municipalne obveznice postale raširen oblik financiranja potreba lokalne samouprave u Republici Hrvatskoj je postojanje potražnje za ovakvim tipom vrijednosnice. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj spomenuto je već ranije kao i mirovinski fondovi u ulozi značajnih institucionalnih ulagača u Republici Hrvatskoj. Prema izvještaju HANFE najveći dio imovine mirovinskih fondova 2020. godine uložen je u hrvatske državne obveznice (68,2% u obveznim mirovinskim fondovima, 58,9% u dobrovoljnim mirovinskim fondovima). Municipalne obveznice su po karakteristikama vrlo slične državnim obveznicama, no u pravilu nose nešto više prinose od državnih obveznica. S obzirom da već neko vrijeme traje razdoblje iznimno niskih kamatnih stopa, izvjesno je da mirovinski fondovi tragaju za višim prinosima uz umjeren rizik. U prilog ulaganju mirovinskih fondova u municipalne obveznice govori i Zakon o obveznim mirovinskim fondovima koji propisuje da do 30% neto vrijednosti imovine mirovinskog fonda kategorije A može biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca uvrštene na uređeno tržište čiji je izdavatelj jedinica lokalne i područne regionalne samouprave u Republici

---

<sup>57</sup> Zakon o proračunu, Narodne novine br. 87/08, 136/12, 15/15 (2015.)

<sup>58</sup> Narodne novine (2009.) Pravilnik o postupku zaduživanja te davanja jamstava i suglasnosti jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, preuzeto 6.9.2021. s <https://narodne-novine.nn.hr/clanci>

Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a. Navedeni omjer vrijedi i za obvezne mirovinske fondove kategorije B, a smanjuje se za obvezne mirovinske fondove kategorije A na 10% neto vrijednosti imovine fonda.<sup>59</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima još je fleksibilniji, pa tako u spomenutom Zakonu piše da se u prenosive vrijednosne papire ili instrumente tržišta novca čiji je izdavatelj ili za koje jamči Republika Hrvatska ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave Republike Hrvatske, druga država članica ili jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave druge države članice, može ulagati bez ograničenja.<sup>60</sup> Dakle, zakonska infrastruktura i u ovom smislu postoji.

Ključnu ulogu u izdavanju bilo kojeg vrijednosnog papira ima emitent, to jest izdavatelj. Isto je i s municipalnim obveznicama. Osim što je nužno da je jedinica lokalne samouprave kreditno sposobna za emisiju vrijednosnih papira, važno je i da su ključni dionici u gradu, odnosno općini upoznati sa sredstvom municipalne obveznice i mogućnostima koje proizlaze iz korištenja ovog oblika eksternog zaduživanja. Intenzivnom edukacijom kadrova koji su zaduženi za pripremu projekata financiranja potreba jedinice lokalne samouprave doprinijelo bi se popularizaciji ovog instrumenta i njegovom češćem korištenju.<sup>61</sup>

Svakako treba istaknuti emisije obveznica gradova Rijeke, Splita i Varaždina.

- ❖ Grad Rijeka zadužio se u kunsjoj protuvrijednosti iznosa od 40.000.000,00 eura izdavanjem municipalnih obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala, kroz trogodišnje razdoblje od 2006. do 2008. godine, za financiranje kapitalnih projekata. Obveznice su izdane u tri tranše te su bile denominirane u eurima, a kamatna stopa je bila fiksno postavljena između 3,875% i 4,125%, ovisno o kretanju EUROSAP-a i premije rizika Republike Hrvatske.<sup>62</sup> Prikupljenim sredstvima izgrađeni su primjerice Bazeni Kantrida.
- ❖ Grad Split zadužio se u ukupnom iznosu od 8.200.000,00 eura izdavanjem municipalnih obveznica uz plasman na domaćem tržištu kapitala, u protuvrijednosti 60.000.000,00 kuna (prema srednjem tečaju Hrvatske narodne banke na dan obrade zahtjeva) za financiranje razvojnih projekata. Obveznice su bile denominirane u

---

<sup>59</sup> Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 (2014.)

<sup>60</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. NN 19/14, 29/18, 115/18 (2019.)

<sup>61</sup> Penavin, S. (1999.), Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave, Ekonomski vjesnik, br. 1 i 2 (12): 117- 125, 1999.

<sup>62</sup> Grad Rijeka (2006.), Odluka o zaduživanju Grada Rijeke izdavanjem municipalnih obveznica, preuzeto 6.9.2021. s <https://www.rijeka.hr/>

eurima, a kamata stopa je iznosila 6% s polugodišnjim isplatama. Obveznice su izdane 8. srpnja 2008. godine, a dospjele su 8. srpnja 2017. godine.<sup>63</sup>

Treba napomenuti kako se Grad Split 2017. godine zadužio kod Splitske banke d.d., Split u iznosu od 30.000.000,00 kuna s rokom otplate kredita od pet godina bez počeka, u jednakim mjesečnim ratama, uz fiksnu godišnju kamatnu stopu od 1,95%, bez naknade za odobravanje kredita, a sredstva je utrošio na refinanciranje municipalnih obveznica što dovodi u pitanje korisnost ovakvih pothvata.<sup>64</sup>

- ❖ Grad Varaždin zadužio se u ukupnom iznosu od 67.000.000,00 kuna izdavanjem municipalnih obveznica za financiranje razvojnih projekata. Obveznice su denominirane u kunama, a kamata stopa iznosi 1,65% s polugodišnjim isplatama. Obveznice su izdane 13. travnja 2021. godine, a datum dospjeća je 13. travnja 2031. godine. Prikupljena sredstva planira se investirati u razvojne i kapitalne projekte poput kupovine zemljišta za izgradnju novih POS stanova kojima će se riješiti stambeno pitanje mladih obitelji. Nadalje, planira se komunalno opremanje gospodarske zone Brezje i opremanje višestambenih zgrada podzemnim kontejnerima za selektivno prikupljanje otpada. Također, jedan dio sredstava usmjerit će se na izgradnju Sportsko-rekreacijskog centra na prostoru očuvane prirode Beli kipi uz rijeku Dravu.<sup>65</sup>

Tablica 2 Pregled osnovnih karakteristika najznačajnijih izdanja municipalnih obveznica u Republici Hrvatskoj

<b>GRAD</b>	<b>VRIJEDNOST EMISIJE</b>	<b>KAMATNA STOPA</b>	<b>GODINA EMISIJE</b>
<b>RIJEKA</b>	300.000.000,00 HRK	Fiksna između 3,875% i 4,125%	2006. – 2009.
<b>SPLIT</b>	60.000.000,00 HRK	6%	8. srpnja 2008.
<b>VARAŽDIN</b>	67.000.000,00 HRK	1,65%	13. travnja 2021.

Izvor: Izrada autora

<sup>63</sup> Narodne novine (2008.), Rješenje kojim se Gradu Splitu, odobrava prospekt o izdavanju obveznica javnom ponudom, u nematerijaliziranom obliku, na ime, preuzeto 6.9.2021. s <https://narodne-novine.nn.hr/clanci>

<sup>64</sup> Vlada Republike Hrvatske (2017.), Odluka o davanju suglasnosti Gradu Splitu za zaduženje kod Splitske banke d.d., Split, pristupano 5.9.2021. s <https://vlada.gov.hr/>

<sup>65</sup> Poslovni dnevnik (2021.), Grad Varaždin izdao 67 milijuna kuna municipalnih obveznica, preuzeto 4.9.2021. s <https://www.poslovni.hr/>

## 5.2. Projektne obveznice kao način financiranja infrastrukturnih projekata

Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja Republike Hrvatske na svojim web stranicama objavljuje interaktivnu kartu s lokacijama javnih i privatnih investicijskih projekata koji traže investitora/strateškog partnera po županijama i sektorima. Odabirom željene županije i sektora prikazuju se dostupni projekti za investiranje iz sektora energetike, industrije, infrastrukture, nautičkog turizma, nekretnina, projekata socijalne skrbi, tehnoloških inkubatora i turizma. Na stranicama istog Ministarstva navodi se kako je Hrvatska poželjna destinacija za investiranje zbog snažne podrške institucija održivom razvoju i novim tehnologijama, članstva u Europskoj uniji, zdravog novca, niskih poreza, sigurnih imovinskih prava i progresivne regulatorne politike.<sup>66</sup> Prema indeksu Svjetske banke Doing Business, Hrvatska je na 51. mjestu u svijetu po lakoći poslovanja. Usporedbe radi, Slovenija se iste godine mjereno istim indeksom našla na 37. mjestu, Srbija na 44., Crna Gora na 50. mjestu, a Mađarska na 52. mjestu. Ako uspoređujemo rezultate Doing Business 2020. s onima od godinu ranije može se zaključiti da je smanjen trošak pokretanja poslovanja kroz sniženje obveznog temeljnog kapitala, blago je smanjen okvirni broj dana za pokretanje poslovanja s 22,5 na 19,5 dana, rezervacija imena trgovačkog društva više nije poseban korak, a potpisi osnivača nisu potrebni. Nadalje, snižen je trošak građevinske dozvole smanjenjem iznosa vodnog doprinosa kod gradnje skladišta, trošak registracije vlasništva je snižen zbog smanjenja poreza na promet nekretninama na 3%, smanjeno je vrijeme potrebno za registraciju vlasništva, smanjen je broj poreznih plaćanja na 12 godišnje, što uključuje i glavna neporezna davanja, a znatno je smanjen i broj dana ishođenja priključka na električnu energiju sa 65 na 33. Također, povećan je indeks povjerenja u opskrbu električnom energijom i transparentnost cijene, a blago je povećan i skor zaštite manjinskih dioničara.<sup>67</sup> Vidljivo je da određena volja za poboljšanjem postoji, no pitanje je hoće li to biti dovoljno da se privuku strani investitori.

Posljednje godine iznjedrile su domaće mirovinske fondove kao jedne od značajnijih ulagača i pokretača hrvatskog gospodarstva. Kao što je ranije prikazano uplate i članstvo mirovinskih fondova rastu iz godine u godinu što znači da menadžment mirovinskih fondova raspolaže pozamašnom količinom kapitala kojeg većinom plasiraju u obveznice. Vezano uz ulaganje mirovinskih fondova u projektne obveznice s ciljem financiranja infrastrukturnih projekata, zakonske predispozicije za ovaj tip ulaganja postoje. Zakon o obveznim mirovinskim

---

<sup>66</sup> Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja Republike Hrvatske (b.d.), Investicijske mogućnosti, preuzeto 4.9.2021. s <https://investcroatia.gov.hr/>

<sup>67</sup> Ekonomski lab (2019.), Doing Business 2020: napredak do 51. mjesta je povratak na staro, preuzeto 4.9.2021. s <https://arhivanalitika.hr/blog/>

fondovima dozvoljava ulaganja u prenosive vlasničke i/ili dužničke vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske pod sljedećim uvjetima:

- ti vrijednosni papiri imaju dugoročne, stabilne i predvidljive novčane tokove, kako bi odgovarali ročnosti obveza mirovinskog fonda uz uvažavanje načela sigurnosti, razboritosti i opreza
- Vlada Republike Hrvatske je na temelju prijedloga koji joj je prethodno uputilo mirovinsko društvo u ime mirovinskog fonda klasificirala izdavatelja tih vrijednosnih papira kao namjenskog izdavatelja za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske

Najviše 55% neto imovine mirovinskog fonda kategorije A smije biti uloženo u ovaj oblik imovine, odnosno 35% neto imovine ako je riječ o fondovima kategorije B i 10% ako je riječ o fondovima kategorije C.<sup>68</sup>

S obzirom da projektne obveznice spadaju u prenosive vrijednosne papire kojima se trguje na uređenom tržištu ili na drugom uređenom tržištu u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a, kao takve, sukladno Zakonu, spadaju u prihvatljive klase imovine dobrovoljnih mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj.

Dakle, kako bi se projektne obveznice uvele u češću upotrebu i postale šire prihvaćen instrument za financiranje infrastrukturnih projekata, mora postojati volja ključnih dionika. Prvenstvo moraju postojati privatna poduzeća koja će biti voljna preuzeti projekte i izdati obveznice kako bi prikupili sredstva, zatim država mora prepoznati važnost određenog infrastrukturnog projekta za širu zajednicu te stvoriti poticajno okruženje za poduzetnike koji će ovakve projekte odrađivati, i naposljetku, mora postojati potražnja za ovom vrstom instrumenta na tržištu kapitala kako bi se prikupila dovoljna količina sredstava za financiranje projekata. Hrvatskom tržištu kapitala dobro bi došlo malo osvježenja u pogledu novih instrumenata, a s obzirom na karakteristike ovih obveznica, sigurno bi bile zanimljive širokom krugu investitora, u prvom redu mirovinskim fondovima koji traže imovinu s višim prinosima i prihvatljivom razinom rizika.

---

<sup>68</sup> Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 (2014.)

### 5.3. Potencijal zelenih projekata i ulaganja

Hrvatski sabor donio je na sjednici 28. veljače 2020. godine Strategiju energetske razvoja Republike Hrvatske do 2030. s pogledom na 2050. godinu. Navedena Strategija trebala bi olakšati i osigurati uvjete za prijelaz na novo razdoblje energetske politike kojom se osigurava pristupačna, sigurna i kvalitetna opskrba energijom bez dodatnog opterećenja državnog proračuna u okviru državnih potpora i poticaja. Predviđeni proces energetske tranzicije bit će kapitalno intenzivan, bez državnih potpora, ali uz očekivani veći angažman privatnog sektora i kapitala u financiranju projekata obnovljivih izvora energije (OIE). Financiranje energetske tranzicije prvenstveno se očekuje sredstvima zainteresiranih tvrtki koje će prepoznati priliku za ulaganje, sredstvima financijskih institucija i fondova (uključujući mirovinske fondove) koji će pratiti poduzetnički sektor i koji će svoje proizvode prilagoditi tranziciji energetske sektora, sredstvima EU iz programa kohezijske politike i drugih programa gdje će učešća u projektima osigurati privatni sektor, sredstvima fondova sukladno odredbama EU-ETS direktive – Fond za modernizaciju i Inovacijski fond, kao i sredstvima prikupljenim od dražbe emisijskih jedinica i naknade na emisiju CO<sub>2</sub>.<sup>69</sup>

Iz Strategije se da iščitati kako je energetska tranzicija zamišljena kao proces koji će osim ostvarivanja energetske ciljeve, doprinijeti i oživljavanju ekonomske aktivnosti te obogaćivanju tržišta kapitala novim instrumentima sa zelenim predznakom. Ova Strategija samo prati globalne trendove i zahtjeve Europske unije koja želi do 2050. postati prvi klimatski neutralan kontinent. Većina svjetskih lidera i međunarodnih organizacija sve je više stava da je moguće imati zdrav i održiv razvoj gospodarstva koji će biti praćen pozitivnim financijskim pokazateljima. Na globalnoj razini stvara se pozitivna klima i ozračje za razvoj nekih novih, čistih oblika energije, te pratećih tehnologija. Klimatska i energetska tranzicija kroz koju će svijet proći, uz sve ostalo, vrlo vjerojatno će promijeniti i dosadašnji način poslovanja, pa i investiranja, a zelena ulaganja će sve više dobivati na značaju.

Republika Hrvatska zemlja je iznimnih prirodnih resursa. Prema podacima Hrvatskih šuma, 49,3% kopnenog teritorija Hrvatske prekriveno je šumom, a prema podacima Eurostata, Hrvatska je najbogatija zalihama vode po glavi stanovnika u Europskoj uniji. Najsunčaniji dijelovi Hrvatske godišnje imaju i preko 2700 sunčanih sati, a Jadransko more zaslužuje posebnu pažnju jer osim što predstavlja izvor soli i hrane, ima i posebno prometno i turističko

---

<sup>69</sup> Narodne novine (2020.), Strategija energetske razvoja Republike Hrvatske do 2030. s pogledom na 2050. godinu, preuzeto 5.9.2021. s <https://narodne-novine.nn.hr/clanci>

značenje. Jasno je da prirodni resursi značajno utječu na gospodarstvo pojedine zemlje, što dodatno ide u prilog činjenici da je očuvanje prirodnih bogatstava nužan preduvjet budućeg razvoja. Ipak, trenutna situacija u Hrvatskoj je takva da je sve navedeno još uvijek više na razini teorije, a manje praktično u primijeni. Baš zato treba isticati primjere dobre prakse kako bi i ostali dionici bili potaknuti na promptnu akciju.

Zanimljivo je ulaganje Erste Plavog obveznog mirovinskog fonda u dionice poduzeća Professio Energia d.d. koje se bavi vjetroelektranama. Prema podacima HANFA-e, spomenuti mirovinski fond uložio je 72,9 milijuna kuna u navedenu investiciju, očekujući visoke prinose u budućnosti uz prihvatljivu razinu rizika. S obzirom da i u ovom slučaju zakonska osnova za ulaganje obveznih mirovinskih fondova u ovaj tip imovine postoji, možda ovakvih pothvata u budućnosti bude i više. Naime, i u Zakonu o dobrovoljnim mirovinskim fondovima stoji kako se u skladu s pažnjom dobrog stručnjaka i načelom razboritosti, a razmjerno veličini, vrsti i opsegu poslovanja mirovinskog fonda, može uzeti u obzir mogući dugoročni utjecaj odluka o ulaganju na okolišne, socijalne i upravljačke čimbenike.<sup>70</sup> Hrvatski fondovi još uvijek ne pridaju previše pažnje ovoj klasi imovine, kao ni ovoj odredbi Zakona, ali možda se i to u budućnosti promijeni. Naime, nizozemski fond ABP, koji je ujedno i najveći europski mirovinski fond s imovinom od 465 milijardi eura, želi smanjiti ugljični otisak svog portfelja za 40% do 2025. u odnosu na razinu iz 2015. godine. Nadalje, planiraju uložiti 15 milijardi eura u održivu i pristupačnu energiju te uložiti 20% ukupne imovine u projekte koji koreliraju s ciljevima održivog razvoja.<sup>71</sup>

U Hrvatskoj, kao veliki potencijal i mogućeg predvodnika promjena, treba istaknuti HEP koji do 2030. godine planira povećati udjel obnovljivih izvora energije s 35% na više od 50%. Taj cilj planira postići revitalizacijom, odnosno povećanjem snage i proizvodnje postojećih hidroelektrana, izgradnjom novih hidroelektrana te ulaganjima u vjetroelektrane, sunčane elektrane i ostale obnovljive izvore energije. Na HEP-ovoj web stranici u tijeku je Poziv zainteresiranim Partnerima za razvoj i prodaju projekata obnovljivih izvora energije, a iskaze interesa zainteresiranih Partnera HEP zaprima do kraja 2021. godine.<sup>72</sup> Sigurno da će HEP velike iznose sredstava za financiranje navedenih projekata tražiti na tržištu kapitala, najvjerojatnije emisijom obveznica, što bi investitori mogli popratiti s oduševljenjem. Ranije

---

<sup>70</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. NN 19/14, 29/18, 115/18 (2019.)

<sup>71</sup> ABP (2020.), ABP sets course for climate-neutral investment portfolio, preuzeto 5.9.2021. s <https://www.abp.nl/>

<sup>72</sup> HEP (b.d.), Obnovljivi izvori energije, preuzeto 5.9.201. s <https://www.hep.hr/projekti/>

spomenuta Strategija energetskeg razvoja RH, veliki značaj i nadu polaže u interes mirovinskih fondova za ulaganje u zelene vrijednosnice.

Dakle, u Republici Hrvatskoj su donesene određene strategije i izmjene zakona kojima se zelena ulaganja pokušavaju učiniti pristupačna investitorima, ipak, dojam je kako još neko vrijeme ovaj oblik ulaganja neće poprimiti šire razmjere. Hrvatska će zasigurno, kao i svaki put do sada, pratiti europske i globalne trendove, ali bilo bi dobro da zbog pozamašnih prirodnih resursa koje posjeduje što prije prebaci fokus na očuvanje istih. Ovo je proces koji zahtijeva angažman svih ključnih dionika, od javnog i privatnog sektora, pa do samih investitora, individualnih i institucionalnih. Država bi trebala stvoriti poticajnu klimu u kojoj će se i javna i privatna poduzeća rado orijentirati na zelene projekte, a investitorima bi trebalo ukazati na prednosti zelenih ulaganja i pružiti im mogućnost da ista i ostvare uz stabilne prinose i prihvatljive rizike.

#### **5.4. Potencijal private equity i venture capital fondova**

U Republici Hrvatskoj private equity i venture capital fondovi nazivaju se alternativni investicijski fondovi s privatnom ponudom, pri čemu se private equity fondovi klasificiraju kao alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala, a venture capital fondovi kao alternativni investicijski fondovi poduzetničkog kapitala. I u Hrvatskoj venture capital, odnosno investicijski fondovi poduzetničkog kapitala ulažu dominantno u nova poduzeća koja su u početnim fazama razvoja, a private equity fondovi, odnosno alternativni investicijski fondovi rizičnog kapitala imaju širi spektar ulaganja. Ulagачi u ovu vrstu fondova su pretežito veliki, kvalificirani ulagači. Kvalificirani ulagač je onaj koji ima dovoljno stručnih znanja da može procijeniti sve potencijalne rizike ulaganja, te je spreman uplatiti minimalno 400.000,00 kuna, pri čemu mora imati imovinu neto vrijednosti 2.000.000,00 kuna ili iskustvo rada u financijskom sektoru na stručnim poslovima.<sup>73</sup> Prikupljena sredstva ulažu se u udjele posebno odabranih poduzeća i nakon nekoliko godina taj udjel prodaju strateškom partneru, menadžmentu poduzeća, ili putem inicijalne javne ponude na burzi.<sup>74</sup>

U Republici Hrvatskoj također postoje Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS). Riječ je o otvorenim investicijskim fondovima rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Cilj njihovog

---

<sup>73</sup> Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine br. 21/18, 126/19 (2020.)

<sup>74</sup> Krišto, J. (2011.), Poticanje razvoja i financiranje malih i srednjih poduzeća, u: Stojanović, A. & Leko, V. (ur.) Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes, Zagreb, Grafit-Gabrijel d.o.o., str. 137-155.



osnivanja je poticanje razvoja gospodarstva, očuvanje sadašnjih i stvaranje novih radnih mjesta te jačanje postojećih i pokretanje novih gospodarskih subjekata putem vlasničkog restrukturiranja kroz ulaganje dodatnog kapitala. Hrvatska banka za obnovu i razvoj (HBOR), kao kvalificirani ulagatelj imenovan od strane Vlade RH, zajedno s privatnim investitorima sudjeluje u provedbi aktivnosti FGS-ova. Osnovano je ukupno 5 FGS-ova od kojih je još uvijek aktivan smo Prosperus FGS II. Fondovi za gospodarsku suradnju završili su svoju investicijsku fazu te se ne očekuju nova ulaganja. FGS-ovi Quaestus Private Equity Kapital II, Inspirio FGS i Prosperus FGS su u likvidaciji, a Honestas FGS je zatvoren.<sup>75</sup>

Dakle, u fokusu fondova rizičnog kapitala nalaze se ulaganja u mala i srednja poduzeća. Mala i srednja poduzeća u Republici Hrvatskoj, kao i svugdje u svijetu, ključan su nositelj razvoja, kreatori novih radnih mjesta, inovacija, izvoznici i značajni poslodavci s velikim udjelom u BDP-u i stvaranju dodane vrijednosti. Također, imaju značaj i za širu društvenu zajednicu te predstavljaju specifičnosti zemlje u globaliziranom okruženju. Mala i srednja poduzeća se u svom poslovanju i radu susreću s poteškoćama koje proizlaze iz njihove veličine i prirode poslovanja.<sup>76</sup> S ciljem poticanja malog i srednjeg poduzetništva i svega što proizlazi iz ovog tipa poduzetničke aktivnosti, u Republici Hrvatskoj donesen je Zakon o poticanju razvoja malog gospodarstva. Sukladno navedenom Zakonu malo gospodarstvo je ono koje zapošljava prosječno godišnje do 250 radnika, a prema financijskim izvješćima za prethodnu godinu ostvaruje godišnji prihod do 50.000.000,00 eura, ili ima ukupnu aktivu, ili dugotrajnu imovinu u iznosu do 43.000.000,00 eura. Zakon poznaje još detaljniju podjelu na mikro, male i srednje subjekte malog gospodarstva. Njihove međusobne razlike sistematizirane su u Tablici 3.

Tablica 3 Karakteristike mikro, malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj s obzirom na broj zaposlenih, godišnje prihode, ukupnu aktivu i dugotrajnu imovinu

<b>Kriterij / Vrsta subjekta</b>	<b>BROJ ZAPOSLENIH</b>	<b>GODIŠNJI PRIHOD (u milijunima €)</b>	<b>UKUPNA AKTIVA (u milijunima €)</b>	<b>DUGOTRAJNA IMOVINA (u milijunima €)</b>
<b>MIKRO</b>	< 10	< 2	< 2	< 2
<b>MALI</b>	< 50	< 10	< 10	< 10
<b>SREDNJI</b>	50 - 250	10 - 50	10 - 43	10 - 43

Izvor: Izrada autora prema Zakonu o poticanju razvoja malog gospodarstva

<sup>75</sup> HBOR (b.d.), Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS), preuzeto 6.9.2021. s <https://www.hbor.hr/fgs>

<sup>76</sup> Krišto, J. (2011.), Poticanje razvoja i financiranje malih i srednjih poduzeća, u: Stojanović, A. & Leko, V. (ur.) Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes, Zagreb, Grafit-Gabrijel d.o.o., str. 137-155.

Prema izvješću Centra za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, sektor malih i srednjih poduzeća ima značajno najveći udio u broju poduzeća koji u Hrvatskoj iznosi 99,7%. U apsolutnom iznosu riječ je o 136.260 poslovnih subjekata koji su zapošljavali tri četvrtine (74,3%) svih zaposlenih u poslovnim subjektima u Hrvatskoj u 2019. godini. Također, sektor mikro, malih i srednjih poduzeća u 2019. godini ostvario je 60,3% ukupnog prihoda ostvarenog na razini Hrvatske, a u ukupno ostvarenom izvozu hrvatskih poduzeća u 2019. godini, sektor malih i srednjih poduzeća sudjeluje s udjelom od 52,9%.<sup>77</sup>

Mikro, mala i srednja poduzeća zbog svoje veličine i specifičnosti koje iz toga proizlaze često imaju problema s pronalaskom adekvatnih izvora sredstava. Izvori financiranja koji su na raspolaganju malim i srednjim poduzećima u Republici Hrvatskoj obuhvaćaju:

- vlastita sredstva;
- bankovne kredite odobrene od poslovnih banaka ili HBOR-a (Hrvatska banka za obnovu i razvoj);
- subvencionirane kredite i subvencije Ministarstva, državnih agencija i jedinica lokalne samouprave;
- leasing i faktoring;
- garancije HAMAG-a;
- programe i fondove EU;
- venture capital fondove i private equity fondove;
- poslovne anđele i
- izdavanje vrijednosnih papira.<sup>78</sup>

Najčešći izvor financiranja poduzetnika u Hrvatskoj su tradicionalni izvori financiranja, to jest krediti banaka i leasing, dok su ostali izvori financiranja koji su pogodniji za rizičnije faze poduzetničkog pothvata kao npr. poslovni anđeli, fondovi rizičnog kapitala, platforme za grupno financiranje (crowdfunding) i dalje nedovoljno razvijeni. Hrvatska je u 2019. godini s 94 milijuna eura vlasničkih ulaganja ostvarila porast od 15% u odnosu na godinu ranije. Istovremeno, broj tvrtki koje su primile vlasnička ulaganja u 2019. godini pao je s osam na pet što potvrđuje nisku zastupljenost ove vrste financiranja poduzetničke aktivnosti u Hrvatskoj.

---

<sup>77</sup> Alpeza, M., Delić, A., Has, M., Koprivnjak, T., Mezulić Juric, P., Oberman, M., Perić, J. & Šimić Banović, R. (2015.) Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj - 2020. CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva [e-publikacija], preuzeto 6.9.2021. s <http://www.cepor.hr/publikacije>

<sup>78</sup> Krišto, J. (2011.), Poticanje razvoja i financiranje malih i srednjih poduzeća, u: Stojanović, A. & Leko, V. (ur.) Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes, Zagreb, Grafit-Gabrijel d.o.o., str. 137-155.

Posljedično, udio private equity investicija u BDP-u Hrvatske je 0,174% u 2019. godini što je na razini prosjeka zemalja Središnje i Istočne Europe (0,175% BDP-a).<sup>79</sup>

Teško je razumljivo kako to da u zemlji u kojoj 97,7% poduzeća spada u sektor mikro, malih i srednjih poduzeća ne postoji veći angažman private equity fondova, posebno ako uzmemo u obzir da bi ti isti private equity fondovi mogli ponuditi svoje udjele i/ili dionice mirovinskim fondovima koji su u potrazi za lukrativnijim klasama imovine. Zakon o obveznim mirovinskim fondovima dopušta ulaganje u udjele ili dionice u otvorenim alternativnim investicijskim fondovima, odnosno dionice ili poslovne udjele u zatvorenim alternativnim investicijskim fondovima kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova kojima upravljaju upravitelji koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a. Kod obveznih mirovinskih fondova kategorije A dozvoljeno je uložiti do 15% neto vrijednosti imovine fonda u navedenu klasu imovine. Fondovi kategorije B imaju ograničenje od 10% neto vrijednosti imovine fonda, a fondovima kategorije C se ovakva ulaganja zabranjuju.<sup>80</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima dopušta ovu klasu ulaganja u portfelju fondova, ali uz ograničenje. Naime, najviše 15% neto vrijednosti imovine fonda može biti uloženo u udjele ili dionice u otvorenim alternativnim investicijskim fondovima, odnosno u dionice ili udjele u zatvorenim alternativnim investicijskim fondovima.<sup>81</sup> Dakle, s jedne strane imamo nevjerojatnu bazu mikro, malih i srednjih poduzeća, a s druge strane mirovinske fondove koji su u potrazi za višim prinosima. Ono što nedostaje je veći interes private equity i venture capital fondova za investiranje u hrvatska poduzeća. Stoga, valja istaknuti novoosnovani Cro Value Fond koji je nastao na inicijativu hrvatskih mirovinskih društava, a sredinom lipnja 2021. godine dobio i zeleno svjetlo od HANFA-e. Cro Value Fond zatvoreni je alternativni investicijski fond s privatnom ponudom kombinirane investicijske strategije. Upravljanje nad imovinom fonda povjereno je društvu Maverick Wealth Management d.o.o. iz Zagreba. Riječ je fondu kojem je dozvoljeno ulagati u širi spektar imovine, primjerice u poduzeća koja nisu na tržištu kapitala, a kojima je potrebna dodatna investicija i razvoj poslovanja. Nije namijenjen svim ulagateljima, ali zbog strukture svojih ulaganja i interesa profesionalnih i institucionalnih ulagatelja očekuje se da će biti dobar alternativni izvor financiranja za poduzeća. CRO Value

---

<sup>79</sup> Alpeza, M., Delić, A., Has, M., Koprivnjak, T., Mezulić Juric, P., Oberman, M., Perić, J. & Šimić Banović, R. (2015.) Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj - 2020. CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva [e-publikacija], preuzeto 6.9.2021. s <http://www.cepor.hr/publikacije>

<sup>80</sup> Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 (2014.)

<sup>81</sup> Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. NN 19/14, 29/18, 115/18 (2019.)

Fond raspolagat će ciljanom imovinom od milijardu kuna (uz mogući maksimalni iznos do milijardu i pol kuna), a glavni ulagači su mirovinski fondovi. Fond će ulagati u kapital malih, srednjih i velikih poduzeća i u toj ulozi utjecati na poboljšanje njihovog poslovanja kroz primjerice jačanje upravljačkih kompetencija i uvođenje operativnih unapređenja.<sup>82</sup> Ovo je svakako pozitivan iskorak koji bi mogao ohrabriti i druge alternativne fondove poduzetničkog i rizičnog kapitala da pojačaju aktivnosti u Hrvatskoj.

---

<sup>82</sup> HANFA (2021.), Sjednica Upravnog vijeća Hanfe: Osnovan alternativni investicijski fond CRO Value Fond u kojeg će ulagati mirovinski fondovi, preuzeto 7.9.2021. s <https://www.hanfa.hr/vijesti>

## 6. ZAKLJUČAK

Mirovinski sustav jedna je od najvažnijih komponenti socijalne sigurnosti neke države. Uređenje i ustroj mirovinskog sustava nije pitanje koje se tiče samo aktualnih umirovljenika nego i zaposlenika koji u sklopu mirovinskog osiguranja uplaćuju doprinose. Prema aktualnim podacima u Republici Hrvatskoj postoji 1.606.533 osiguranika i 1.237.070 korisnika mirovina što znači da uređenje i funkcioniranje mirovinskog sustava direktno utječe na gotovo tri milijuna ljudi. Zbog nepovoljnog omjera osiguranika i korisnika mirovina, kao i nepovoljnih ekonomskih i demografskih trendova, postojeći sustav međugeneracijske solidarnosti prolazi kroz izazovno razdoblje. Jasno je kako će u budućnosti sve veći fokus biti na individualnoj kapitaliziranoj štednji koju nude mirovinski fondovi. Mirovinski fondovi su trenutno sjajne zvijezde hrvatskog tržišta kapitala i jedni od najznačajnijih ulagača kojima članstvo i imovina rastu iz godine u godinu. No, pitanje je do kada će ti trendovi biti pozitivni i kada će ih zamijeniti smanjenje članstva zbog umirovljenja, pa samim time i povećan opseg isplata. Također, mirovinski fondovi se suočavaju s određenim izazovima koji utječu na cjelokupno tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, ali i u svijetu. Povijesno niski prinosi u kombinaciji s posljedicama koje donosi već druga pandemijska godina, dobar su povod mirovinskim fondovima da zastanu i razmotre budućnost poslovanja, u prvom redu investiranja. Najveći dio imovine obveznih i dobrovoljnih fondova i dalje je uložen u domaće državne obveznice, što s obzirom na prirodu poslovanja mirovinskih fondova i činjenicu da fondovi prije svega moraju očuvati uložena sredstva i omogućiti sigurne prinose svojim članovima, i nije čudno. No, zbog trenda vrlo niskih kamatnih stopa došlo je do blagog povećanja ulaganja u nešto rizičnije klase imovine. Kao sjajan dodatak dosadašnjim ulaganjima mogu se razmotriti još neke klase imovine koje zakon formalno dozvoljava, ali svejedno nisu dostatno zastupljene u portfelju mirovinskih fondova kao ni na hrvatskom tržištu općenito.

Municipalne obveznice su relativno siguran vrijednosni papir, koji može donijeti više prinose u odnosu na državne obveznice, a isto tako može poslužiti kao izvrstan izvor eksternog financiranja jedinica lokalne samouprave. Unatoč tome, ovo je dosta rijedak instrument, a obveznica Grada Varaždina je prva municipalna obveznica uvrštena na Zagrebačku burzu nakon 2008. godine. Nadalje, za prikupljanje sredstava za infrastrukturne projekte prikladno sredstvo je emisija projektnih obveznica. No, bez volje ključnih dionika – države, privatnog sektora i investitora, teško da će ovaj oblik imovine ući u širu upotrebu. Isto je i sa zelenim ulaganjima koja su u Hrvatskoj još uvijek dosta apstraktan pojam. Sigurno je da će u budućnosti

dobiti više na značaju zbog globalnih kretanja koja idu u tom pravcu, no bez stvaranja poticajne atmosfere u kojoj će se privatna i javna poduzeća rado orijentirati na zeleno poslovanje, neće postojati ni zeleni financijski instrumenti u koje bi investitori mogli uložiti sredstva. I naposljetku, ali nikako manje važno, nameće se pitanje zašto private equity i venture capital fondovi, kao bitan faktor razvoja mikro, malih i srednjih poduzeća, zaobilaze Hrvatsku? Kako bi se preokrenuo ovaj negativan trend, hrvatska mirovinska društva inicirala su osnivanje zatvorenog alternativnog fonda s privatnom ponudom koji će ulagati u domaća poduzeća, a glavni investitori će biti upravo mirovinski fondovi. Možda ovaj potez privuče i druge private equity i venture capital fondove da usmjere svoja sredstva u hrvatska poduzeća i ponude udjele hrvatskim investitorima.

## POPIS IZVORA

1. ABP (2020.), ABP sets course for climate-neutral investment portfolio, preuzeto 5.9.2021. s <https://www.abp.nl/english/press-releases>
2. Alpeza, M., Delić, A., Has, M., Koprivnjak, T., Mezulić Juric, P., Oberman, M., Perić, J. & Šimić Banović, R. (2015.) Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj - 2020. CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva [e-publikacija], preuzeto 6.9.2021. s <http://www.cepor.hr/publikacijepolicy-dokumentiprezentacije/izvjesce-o-malim-i-srednjim-poduzecima/>
3. Andrijanić, I., Vidaković, N., (2015.), Poslovanje na burzama (načela i praksa), Zagreb, str. 179.
4. Barr, N. (2004.) The Economics of the Welfare State, Oxford University Press, Oxford
5. Bejaković, P. (2007.) Mirovinski sustav, u: Ott, K. (ur.) *Javne financije u Hrvatskoj* (str. 101-110.), Zagreb, Institut za javne financije
6. Bežovan, G. (2019) Evaluacija procesa privatizacije mirovinskog sustava u Hrvatskoj. *Revija za socijalnu politiku*, 26 (1), 1-36
7. BRINK Editorial Staff (2018.), The Virtuous Cycle of Infrastructure Bonds, preuzeto 15.9.2021. s <https://www.brinknews.com/the-virtuous-cycle-of-infrastructure-bonds/>
8. Della Croce, R., C. Kaminker i F. Stewart (2011.), *The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives*, OECD Publishing, Paris [e-publikacija], preuzeto 28.8.2021. s <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/49016671.pdf>
9. Demertzis, M. and N. Viegi (2021.), Low interest rates in Europe and the US: one trend, two stories, Policy Contribution 07/2021, Bruegel
10. Državni zavod za statistiku (2020.), Izvješće o proceduri prekomjernoga proračunskog manjka i razini duga opće države, Republika Hrvatska, travanj 2020. (ESA 2010), preuzeto 5.7.2021. s [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2021/12-01-02\\_01\\_2021.htm](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2021/12-01-02_01_2021.htm)
11. Državni zavod za statistiku (2021). Izvješće o proceduri prekomjernoga proračunskog manjka i razini duga opće države, Republika Hrvatska, travanj 2021. (ESA 2010). Preuzeto 5.7.2021. s: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2020/12-01-02\\_01\\_2020.htm](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2020/12-01-02_01_2020.htm)
12. Državni zavod za statistiku (2021.), Migracija stanovništva Republike Hrvatske u 2020., preuzeto 4.7.2021. s [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2021/07-01-02\\_01\\_2021.htm](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2021/07-01-02_01_2021.htm)
13. EDHEC - Risk Institute (2010.) Adoption of Green Investing by Institutional Investors: A European Survey, preuzeto 26.8.2021. s <https://www.longfinance.net/media/>

14. Ekonomski lab (2019.), Doing Business 2020: napredak do 51. mjesta je povratak na staro, preuzeto 4.9.2021. s <https://arhivanalitika.hr/blog/doing-business-2020-napredak-do-51-mjesta-je-povratak-na-staro/>
15. Europska komisija (2018.), The 2018 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU [e-publikacija], preuzeto 5.7.2021. s <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=738&langId=en&pubId=8084&furtherPubs=yes>
16. Europska komisija (2020.), Financiranje zelene tranzicije: Plan ulaganja za europski zeleni plan i mehanizam za pravednu tranziciju, preuzeto 26.8.2021. s [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/hr/newsroom/news/2020/01/14-01-2020-financing-the-green-transition-the-european-green-deal-investment-plan-and-just-transition-mechanism](https://ec.europa.eu/regional_policy/hr/newsroom/news/2020/01/14-01-2020-financing-the-green-transition-the-european-green-deal-investment-plan-and-just-transition-mechanism)
17. Europska komisija (2021.), The 2021 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070), [e-publikacija], preuzeto 14.9.2021. s [https://ec.europa.eu/info/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070_en)
18. Europska unija (b.d.), Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA), preuzeto 16.8.2021. s [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eiopa\\_hr#djelokrug](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eiopa_hr#djelokrug)
19. Eurostat (2019.), 1 in 7 pensioners at risk of poverty in the EU, preuzeto 14.9.2021. s <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20190115-1>
20. Foley, B. J. (1991.), *Tržište kapitala*, Zagreb, Mate, str.75.
21. Grad Rijeka (2006.), Odluka o zaduživanju Grada Rijeke izdavanjem municipalnih obveznica, preuzeto 6.9.2021. s <https://www.rijeka.hr/wp-content/uploads>
22. HANFA (2021.), Odabrani pokazatelji sektora financijskih usluga, standardni prezentacijski format, srpanj 2021. [e-publikacija], pristupano 7.8.2021. s [https://hanfa.hr/media/6120/spf\\_lipanj\\_2372021.pdf](https://hanfa.hr/media/6120/spf_lipanj_2372021.pdf)
23. HANFA (2021.), Sjednica Upravnog vijeća Hanfe: Osnovan alternativni investicijski fond CRO Value Fond u kojeg će ulagati mirovinski fondovi, preuzeto 7.9.2021. s <https://www.hanfa.hr/vijesti/sjednica-upravnog-vije%C4%87a-hanfe-osnovan-alternativni-investicijski-fond-cro-value-fond-u-kojeg-%C4%87e-ulagati-mirovinski-fondovi/>
24. HBOR (b.d.), Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS), preuzeto 6.9.2021. s <https://www.hbor.hr/fondovi-za-gospodarsku-suradnju-fgs/>



25. HEP (b.d.), Obnovljivi izvori energije, preuzeto 5.9.201. s <https://www.hep.hr/projekti/>
26. Hrvatska narodna banka (2015.), Financijski sustav RH, preuzeto 7.7.2021. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/uloge-i-suradnja/financijski-sustav-rh>
27. Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje (2021.), Aktualna statistika za srpanj 2021. – isplata u kolovozu 2021., preuzeto 5.9.2021 s <https://www.mirovinsko.hr/hr/aktualna-statistika-za-lipanj-2021-isplata-u-srpnju-2021/148>
28. Invest Europe (2016.), Guide to Private Equity and Venture Capital for Pension Funds [e-publikacija], preuzeto 28.8.2021. s <https://investeurope.eu/media/1222/invest-europe-pension-fund-guide-to-private-equity-and-venture-capital.pdf>
29. Investopedia (2021.), Green investing, preuzeto 28.8.2020. s <https://www.investopedia.com/terms/g/green-investing.asp>
30. Ivanišević Hernaus, A. (2016.), *Društvena odgovornost u financijskom sektoru*, EFZG working paper series, (08), str. 1-17., preuzeto 24.8.2021. s: <https://hrcak.srce.hr/168278>
31. Koprić, I. (2013.), Dvadeset godina lokalne i područne (regionalne) samouprave u Hrvatskoj: Razvoj, stanje i perspektive, u: Đulabić, V. (ur.) *Lokalna samouprava i lokalni izbori : Zakon o lokalnoj i područnoj (regionalnoj) samoupravi: zakon o lokalnim izborima*, Zagreb, Institut za javnu upravu, str. 3-63.
32. Krišto, J. (2011.), Poticanje razvoja i financiranje malih i srednjih poduzeća, u: Stojanović, A. & Leko, V. (ur.) *Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes*, Zagreb, Grafitt-Gabrijel d.o.o., str. 137-155.
33. Miloš Sprčić, D. (b.d.), Osnove financiranja poduzeća, preuzeto 7.7.2021. s <https://www.efzg.unizg.hr/UserDocs>
34. Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja Republike Hrvatske (b.d.), Investicijske mogućnosti, preuzeto 4.9.2021. s <https://investcroatia.gov.hr/o-hrvatskoj/>
35. Narodne novine (2009.) Pravilnik o postupku zaduživanja te davanja jamstava i suglasnosti jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, preuzeto 6.9.2021. s [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2009\\_05\\_55\\_1268.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2009_05_55_1268.html)
36. Narodne novine (2008.), Rješenje kojim se Gradu Splitu, odobrava prospekt o izdavanju obveznica javnom ponudom, u nematerijaliziranom obliku, na ime, preuzeto 6.9.2021. s [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008\\_05\\_62\\_2117.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_05_62_2117.html)
37. Narodne novine (2020.), Strategija energetskeg razvoja Republike Hrvatske do 2030. s pogledom na 2050. godinu, preuzeto 5.9.2021. s [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2020\\_03\\_25\\_602.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2020_03_25_602.html)

38. Obvezni mirovinski fondovi u RH (2021.), Izvještaj o radu obveznih mirovinskih fondova za 2020. godinu [e-publikacija], preuzeto 8.7.2021. s <https://www.sabor.hr/sites/>
39. OECD (2021.), Pension Funds in Figures, preuzeto 10.7.2021. s <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2021.pdf>
40. Orsag, S. (1997.), Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Zagreb, Rifin, 272 - 277.
41. Poslovni dnevnik (2021.), Grad Varaždin izdao 67 milijuna kuna municipalnih obveznica, preuzeto 4.9.2021. s <https://www.poslovni.hr/trzista/grad-varazdin-izdao-67-milijuna-kuna-municipalnih-obveznica-4282346>
42. Penavin, S. (1999.), Municipalne obveznice kao mogući oblik dugoročnog financiranja potreba lokalne samouprave, Ekonomski vjesnik, br. 1 i 2 (12): 117- 125, 1999.
43. Puljiz, V. (2007.), Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, povijest, perspektive, Revija za socijalnu politiku, 14 (2), 163-192.
44. Raiffeisenbank Austria (2014.) Prošlost, sadašnjost i budućnost mirovinskog sustava u RH [e-publikacija], preuzeto 5.7.2021. s <https://www.rm.f.hr/proslost-sadasnjost-i-buducnost-mirovinskoga-sustava-u-rh/238>
45. Službeni list Europske unije (2016.), Direktiva (EU) 2016/2341 Europskog parlamenta i Vijeća o djelatnostima i nadzoru institucija za strukovno mirovinsko osiguranje [e-publikacija], preuzeto 20.8.2021. s <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/>
46. Solenički. M., (2020.) Private equity, preuzeto 29.8.2021. s <https://drive.google.com/file/d/12smx1Bbvju6fDEorDY5aM4wXJD5tDegy/view>
47. Šimović, H., Deskar-Škrbić, M., (2020.), Ekonomika javnog sektora: s hrvatskim primjerima, Zagreb, Arhivanalitika
48. The World Bank (1994.), Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect Old and Promote Growth, IBRD, Washington D.C., str. 18.
49. Vlada Republike Hrvatske (2017.), Odluka o davanju suglasnosti Gradu Splitu za zaduženje kod Splitske banke d.d., Split, pristupano 5.9.2021. s <https://vlada.gov.hr/>
50. Vives, Antonio (1999.), Pension Funds in Infrastructure Project Finance: Regulations and Instrument Design, The Journal of Structured Finance
51. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine br. 21/18, 126/19 (2020.)
52. Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. NN 19/14, 29/18, 115/18 (2019.)
53. Zakon o financiranju jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave, Narodne novine br. NN 127/17, 138/20 (2020.)

54. Zakon o lokalnoj i područnoj (regionalnoj) samoupravi, Narodne novine br. 33/01, 60/01, 129/05, 109/07, 125/08, 36/09, 36/09, 150/11, 144/12, 19/13, 137/15, 123/17, 98/19, 144/20 (2020.)
55. Zakon o obveznim mirovinskim fondovima, Narodne novine br. 19/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20 (2014.)
56. Zakon o proračunu, Narodne novine br. 87/08, 136/12, 15/15 (2015.)

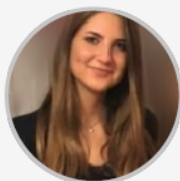
## POPIS SLIKA

Slika 1 Stanovništvo prema starosti i spolu 2001. (lijevo) i projekcija za 2051. godinu (desno).....	8
Slika 2 Populacija Europske unije po dobi i spolu, usporedba 2019. i 2070. godine .....	9
Slika 3 Kretanje razine konsolidiranog duga sektora opće države i primarnog deficita/suficita .....	11
Slika 4 Agregatna stopa zamjene u odabranim zemljama za razdoblje od 2010. do 2020. godine .....	12
Slika 5 Udio umirovljenika u opasnosti od siromaštva na razini Europske unije 2017. godine.....	13
Slika 6 Efektivna stopa federalnih fondova u SAD-u od 1960. do 2021. godine .....	15
Slika 7 Kretanje EONIA-e od 1999. do 2021. godine .....	15
Slika 8 Povijesna kretanja vodećih svjetskih indeksa.....	16
Slika 9 Kretanje CROBEX indeksa u razdoblju od 15. rujna 2016. do 15. rujna 2021.....	18
Slika 10 Članstvo obveznih mirovinskih fondova po kategorijama i članstvo obveznih mirovinskih fondova po društvima za upravljanje na dan 30. lipnja 2021. godine .....	27
Slika 11 Neto imovina, ukupne uplate i isplate obveznih mirovinskih fondova.....	27
Slika 12 Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova prema vrsti ulaganja.....	28
Slika 13 Godišnji prinosi Mirex indeksa.....	29
Slika 14 Neto imovina i članstvo dobrovoljnih mirovinskih fondova .....	32
Slika 15 Struktura imovine otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova .....	33
Slika 16 Prinosi dobrovoljnih mirovinskih fondova .....	34
Slika 17 Emisija municipalnih obveznica u SAD-u.....	39
Slika 18 Usporedba rejtinga infrastrukturnih i ostalih projekata .....	41
Slika 19 Zelene obveznice u svijetu (2018. godine po regijama) .....	44
Slika 20 Investicije private equity fondova po fazama razvoja poduzeća, u 2020. godini .....	48

## POPIS TABLICA

Tablica 1 Prosječni godišnji prinosi Mirex indeksa.....	29
Tablica 2 Pregled osnovnih karakteristika najznačajnijih izdanja municipalnih obveznica u Republici Hrvatskoj.....	52
Tablica 3 Karakteristike mikro, malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj s obzirom na broj zaposlenih, godišnje prihode, ukupnu aktivu i dugotrajnu imovinu .....	58

# ŽIVOTOPIS



**Lucija  
Jusup**

DATUM RODENJA:  
15/04/1997

## KONTAKT

✉ [lucija.jusup97@gmail.com](mailto:lucija.jusup97@gmail.com)

## RADNO ISKUSTVO

12/2017 - 12/2019

### Projektni asistent - koordinator suradnje s lokalnom samoupravom

Udruga gradova u Republici Hrvatskoj

OPIS POSLOVA:

- koordinacijske i komunikacijske aktivnosti radi osiguranja pravovremene i pune suradnje jedinica lokalne samouprave u projektu
- provedba tehničkih i administrativnih poslova
- tehnička potpora istraživačkim aktivnostima u projektu

<http://www.udruga-gradova.hr/> / Zagreb, Hrvatska

01/01/2021 - TRENUTAČNO - Zagreb, Hrvatska

### Projektni asistent - koordinator suradnje s lokalnom samoupravom

Udruga gradova u Republici Hrvatskoj

## OBRAZOVANJE I OSPOSOBLJAVANJE

2012 - 2016 - Zagreb, Hrvatska

### Srednjoškolsko obrazovanje općeg usmjerenja

Sedma gimnazija

<http://gimnazija-sedma-zg.skole.hr/>

2016 - 2021 - Zagreb, Hrvatska

### Integrirani preddiplomski i diplomski studij Poslovna ekonomija, smjer Financije

Ekonomski fakultet, Sveučilište Zagreb

<https://www.efzg.unizg.hr/>

02/2020 - 06/2020 - Lisabon, Portugal

### Studentska razmjena u sklopu Erasmus+ programa

Nova School of Business and Economics

<https://www2.novasbe.unl.pt/en/>

## JEZIČNE VJEŠTINE

MATERINSKI JEZIK/JEZICI: Hrvatski

DRUGI JEZICI:

Engleski

Slušanje C1	Čitanje C1	Govorna produkcija C1	Govorna interakcija C1	Pisanje C1
----------------	---------------	-----------------------------	------------------------------	---------------

Njemački

Slušanje B1	Čitanje B1	Govorna produkcija B1	Govorna interakcija B1	Pisanje B1
----------------	---------------	-----------------------------	------------------------------	---------------

Portugalski

Slušanje B1	Čitanje B1	Govorna produkcija B1	Govorna interakcija B1	Pisanje B1
----------------	---------------	-----------------------------	------------------------------	---------------

## DIGITALNE VJEŠTINE

MS Office (Word Excel PowerPoint) / Internet / Google aplikacije / Komunikacijski programi (Skype Zoom TeamViewer)

## VOZAČKA DOZVOLA

• Vozačka dozvola: B

## DODATNE EDUKACIJE:

• Dodatne edukacije:

Radionica: Od ideje do projekta (razvoj i praćenje projektnih faza, izrada projektnog proračuna, metode praćenja i vrednovanja projekta)

Trening: Participativno budžetiranje