

ULAGANJA MIROVINSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ*

mr. sc. Nenad BAKIĆ
Heliosa, mirovinsko dioničko društvo, Zagreb

UDK 368.914(497.5)

Sažetak

Cilj rada je analiza primjerenosti ograničenja ulaganja mirovinskih fondova u kontekstu međunarodnog iskustva i realnih ograničenja hrvatskog tržišta kapitala, primjerenost nekih tehničkih odredbi s tim u vezi (zajamčeni prinos i referentna stopa). U radu je upozoreno na potencijalne probleme pri izdavanju državnih obveznica koje bi kupovali mirovinski fondovi te je pokazano da zakonske odredbe nisu prepreka za konstrukciju optimalnog portfelja mirovinskih fondova, ali će ograničenja samoga hrvatskog tržišta kapitala to biti. Predložene su neke izmjene postojećih zakonskih odredbi koje reguliraju zajamčeni prinos mirovinskih fondova.

Za analizu su korišteni dijelovi poslovnog plana jednoga mirovinskog fonda, kao i autorove približne procjene dubine hrvatskog tržišta kapitala.

Gljučne riječi: mirovinski fondovi, ulaganja mirovinskih fondova, naknade mirovinskim društvima, referentna stopa

1. Dotok novca u mirovinske fondove

Temelj projekcije dotoka novca u mirovinske fondove jest procjena veličine tržišta u smislu broja članova fonda. Pretpostavimo li da će 75% zaposlenih starih 40-50 godina ući u drugi stup, dolazimo do sljedeće projekcije broja članova mirovinskih fondova.

Modelne varijable (pretpostavke) označene su oznakom M, a kontrolne varijable oznakom K.

Smanjenje nominalne stope nezaposlenosti pretpostavljeno je zbog dva razloga: zbog smanjenja realne stope nezaposlenosti i zbog djelomičnog smanjenja sive ekonomije.

* Primljeno (*Received*): 24. 9. 2001.

Prihvaćeno (*Accepted*): 27. 12. 2001.

Tablica 1. Sudionici drugog stupa (u mil.)

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Radna snaga						
aktivno stanovništvo, ***	1,70	1,70	1,70	1,69	1,69	1,69
porast aktivnog stanovništva (M) (%)	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
nominalna stopa nezaposlenosti** (M) (%)	22,0	21,0	20,0	19,0	16,0	13,0
zaposleni na kraju godine	1,33	1,34	1,36	1,37	1,42	1,47
- stopa porasta (K) (%)	-	1,3	1,1	1,0	3,5	3,4
mlađi od 40 g. u radnoj snazi* (M) (%)	50,6	51	51	51	51	51
stari 40-50 g. u radnoj snazi* (M) (%)	33,9	34	34	34	34	34
postotak starih 40-50 g. koji sudjeluju u drugom stupu (M) (%)	75	-	-	-	-	-
Sudionici						
prije korekcija zbog privremenih izlazaka	-	-	-	-	-	-
obvezni doprinosioci	0,67	0,71	0,75	0,80	0,85	0,92
mlađi od 40 g.	0,67	0,68	0,69	0,69	0,72	0,74
stariji od 40 g. (koji to postaju nakon 1.1.2002)	-	0,03	0,07	0,10	0,14	0,17
dobrovoljni doprinosioci stari 40-50 g. (1.1. 2002)	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
potencijalni doprinosioci stari 40-50 g.	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Ukupno doprinositelji	1,008	1,050	1,092	1,133	1,192	1,252
- porast broja doprinositelja (K) (%)	-	4,2	3,9	3,8	5,2	5,0
prijevremeni izlazak (smrtnost, invalidnost) (M)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
kumulativno prijevremeni izlasci (%)	0,4	0,8	1,2	1,6	2,0	2,4
korigirani broj sudionika						
obvezni	0,668	0,707	0,745	0,783	0,838	0,893
dobrovoljni	0,336	0,335	0,333	0,332	0,330	0,329
Ukupno sudionici drugog stupa	1,004	1,042	1,079	1,115	1,168	1,222
- stopa porasta (K)	-	3,8	3,5	3,4	4,8	4,6

Izvori: * Statistički ljetopis 2000 DSZ, ** HZZ, vlastite procjene, *** DSZ

S obzirom na navedene projekcije i neke druge standardne pretpostavke kao što su

- realni porast plaća u 2002. od 2%
- prosječna bruto plaća sudionika 2. stupa od 5150 kn krajem 2001.

dobivamo sljedeće projekcije toka novca u mirovinske fondove 2. stupa (izračun je u **realnim kunama** s kraja 2001).

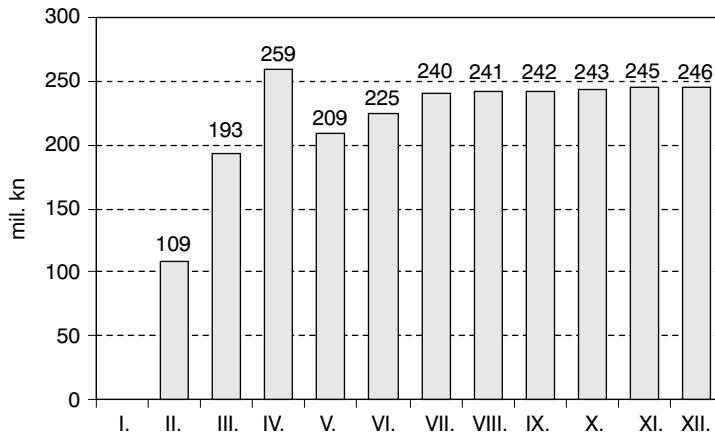
Iako će doprinosi ekonomski alocirani u fondove 2. stupa iznositi oko 2,7 milijardi kuna, pretpostavimo li jednomjesečni pomak u uplatama doprinosa (plaća za tekući mjesec isplaćuje se idućeg mjeseca), stvarni tok novca bit će nešto manji, 2,45 milijardi kuna.

Tablica 2. Dotok novca u fondove drugog stupa

Članovi (u tis.)	11. 2001.	12. 2001.	1. 2002.	2. 2002.	3. 2002.	4. 2002.	5. 2002.	6. 2002.	7. 2002.	8. 2002.	9. 2002.	10. 2002.	11. 2002.	12. 2002.	Ukupno 2001-2002.
obveznici koji su se sami učlanili u neki od fondova	64	96	107	107	160	-	-	-	-	-	-	-	-	-	535
obveznici koje je dodijelio REGOS	-	-	-	-	-	134	-	-	-	-	-	-	-	-	134
ukupni obveznici, kumulativno	64	160	267	374	535	668	668	668	668	668	668	668	668	668	668
dobrovoljni	27	31	34	37	41	48	61	61	-	-	-	-	-	-	340
ukupni dobrovoljni, kumulativno	27	58	92	129	170	218	279	340	340	340	340	340	340	340	340
ukupni mjes. prirast, prema broju osig. 31. 12. 2001.	91	127	141	144	201	181	61	61	-	-	-	-	-	-	
Ukupno prema broju osiguranika 21. 12 2001.	91	218	359	503	705	886	947	1008	1008	1008	1008	1008	1008	1008	1008
novi članovi zbog porasta broja osiguranika	-	-	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	38
kumulativni novi članovi od porasta broja osiguranika	-	-	3	6	10	13	16	19	22	25	29	32	35	38	
Ukupni broj članova	91	218	362	510	714	899	963	1027	1031	1034	1037	1040	1043	1046	1046
broj članova koji prima plaću	-	-	326	459	643	809	867	925	927	930	933	936	939	942	942
prosječna mjesečna plaća (kn)	-	-	5150	5159	5167	5176	5184	5193	5201	5210	5218	5227	5236	5244	
prosječni mjesečni doprinos (kn)	-	-	258	258	258	259	259	260	260	260	261	261	262	262	
doprinosi tekućeg mjeseca (mil. kn)	-	-	84	118	166	209	225	240	241	242	243	245	246	247	
doprinosi od proteklih mjeseci (mil. kn)	-	-	-	25	74	93	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ukupno doprinosi (mil. kn) (ekonomski tok)	-	-	84	143	240	302	225	240	241	242	243	245	246	147	2699
Ukupno doprinosi (mil. kn) (tok novca)	-	-	-	109	193	259	209	225	240	241	242	243	245	246	2452

Dakle, pretpostavimo li da REGOS u siječnju neće prosljeđivati ni doprinose za zaposlenike onih poduzeća koja dio plaće za tekući mjesec isplaćuju u tome mjesecu, sljedeći grafikon prikazuje dotok novca u mirovinske fondove.

Slika 1. Dotok novca u mirovinske fondove



2. Ograničenja ulaganja

2.1. Ograničenja ulaganja u mirovinske fondove u RH

Neka od važnijih zakonskih ograničenja ulaganja u mirovinske fondove u RH jesu:

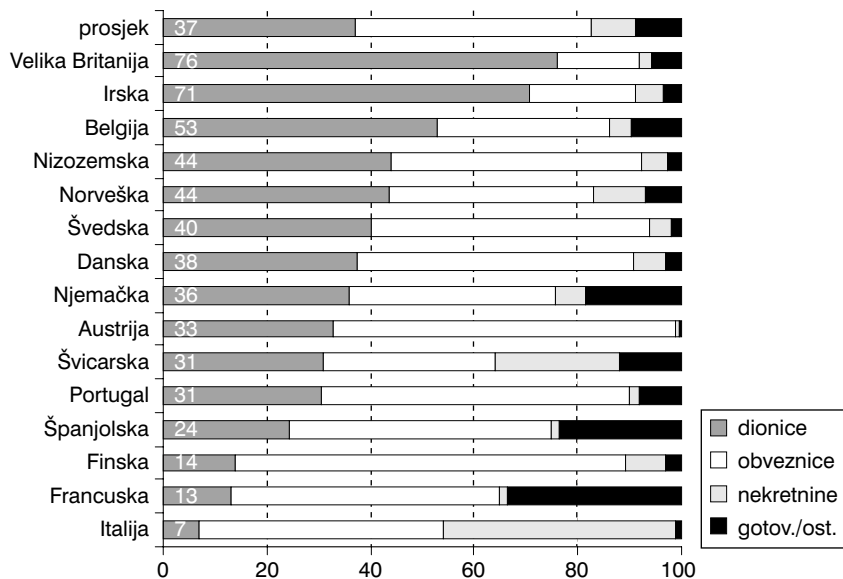
- najviše 5% imovine fonda može se uložiti u kratkoročne dužničke vrijednosne papire što ih je izdala RH i HNB, te u kratkoročne bankovne depozite
- najmanje 50% svoje imovine fond može uložiti u dugoročne dužničke vrijednosne papire što ih je izdala RH i HNB
- najviše do 30% imovine fond može uložiti u dugoročne obveznice i druge dužničke vrijednosne papire izdane od jedinica lokalne uprave i samouprave
- najviše do 30% imovine fonda moguće je uložiti u korporacijske dugoročne dužničke vrijednosne papire dioničkih društava registriranih u RH
- najviše do 30% imovine fonda može se uložiti u dionice dioničkih društava registriranih u RH
- najviše do 15% imovine fonda može se uložiti u inozemstvo.

S obzirom na to, mirovinski fondovi mogu teorijski uložiti i do 45% portfelja u dionice: 30% u dionice domaćih društava i investicijskih fondova, te 15% u dionice stranih društava i investicijskih fondova.

2.2. Struktura portfelja mirovinskih fondova u zemljama EU-a

Kao što je vidljivo iz sljedećeg prikaza, u zemljama eurozone ulaganja mirovinskih fondova u 2002. bila su takva da je u dionice uloženo uglavnom 30-50% portfelja (prosječno 37%).

Slika 2. Ulaganja mirovinskih fondova u eurozoni (%)



Izvor: Financial Times / William M. Mercer

3. Dubina hrvatskog tržišta dionica

Početkom listopada 2001. tržišna kapitalizacija Zagrebačke burze bila je nešto veća od 23 milijarde kuna. Ipak, prema autorovim procjenama, tzv. *free float* (postotak dionica kojima se slobodno trguje na burzi) nije veći od 50%.

Uzme li se u obzir i to da će neke dionice zbog preuzimanja biti povučene s tržišta, slijedi da bi, uz sadašnju razinu cijena, početkom 2002. efektivna vrijednost tržišta mogla biti samo oko 10 milijardi kuna.

Vrijednost pak trgovanja na Zagrebačkoj burzi u prvom polugodištu 2001. bila je oko 431 mil. kuna, što je s obzirom na *free float* na godišnjoj razini obrtaj od oko 7,5%.

Iako je moguće da Hagera neće mirovinskim fondovima dopustiti ulaganja na Zagrebačkoj burzi izvan prve kotacije, vjerujemo da se to neće dogoditi, tj. da će se, s obzirom na njihovu tržišnu kapitalizaciju, većina dionica moći naći u portfeljima mirovinskih fondova.

Suprotno tome, nije moguće očekivati da će Hagera dopustiti ulaganje mirovinskim fondovima u dionice izlistane na VTV-u koje nisu izlistane i na Zagrebačkoj burzi.

Stoga je, **zadrži li se ovakvo stanje, teško očekivati da će mirovinski fondovi moći tijekom 2002. uložiti u hrvatske dionice više od 100 mil. kn ili oko 4% svojih**

portfelja, a da ne prouzroče znatne poremećaje na tržištima kapitala (u smislu ne-realnog porasta cijena).

Ipak, moguće je da u prvom polugodištu 2002, upravo zbog institucionalne potražnje (mirovinskih fondova), država odluči na uređenim tržištima prodati svoje udjele u vlasništvu nekih tvrtki koje ima u portfelju (Pliva, Janaf, Podravka, Končar, Croatia osiguranje). Ta ponuda ipak ima ograničeni utjecaj jer mirovinski fondovi u jednu dionicu ne mogu uložiti više od 5% svojih portfelja. Primjerice, u dionice Plive, čak i kad bi svi fondovi u nju uložili maksimalno dopušten postotak, neće biti moguće uložiti više od 125 mil. kuna.

To znači da i u najboljem scenariju mirovinski fondovi neće u hrvatske dionice moći uložiti više od 15% svojih portfelja.

4. Izgledni portfelji mirovinskih fondova

Budući da su ostali segmenti tržišta nerazvijeni, ukupni portfelj mirovinskih fondova u 2002. izgledao bi kao u sljedećoj tablici – fondovi će vjerojatno u državne obveznice uložiti i do 2/3 ukupnog portfelja ili 1,6 milijardi kuna.

Tablica 3. Očekivana ulaganja mirovinskih fondova

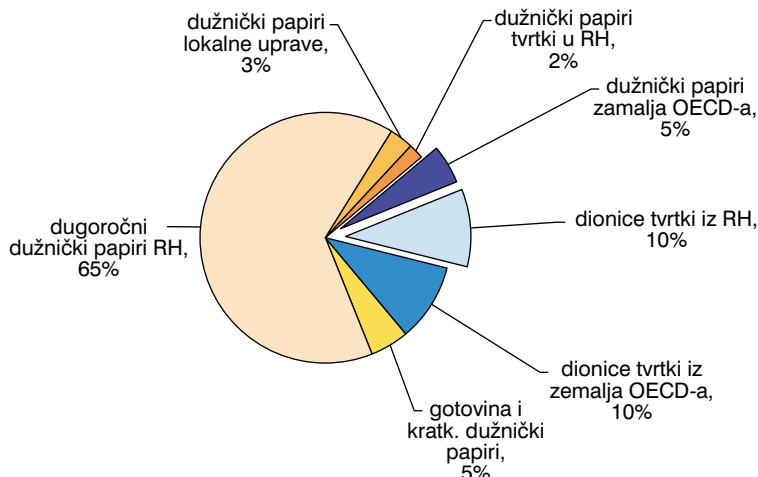
Investicijska klasa	Udjel u portfelju (%)	Vrijednost (mil. kn)
gotovina i kratk. dužnički papiri RH	5	123
dugoročni dužnički papiri RH	65	1594
dužnički papiri lokalne uprave	3	74
dužnički papiri tvrtki u RH	2	49
dužnički papiri zemalja OECD-a	5	123
dionice tvrtki iz RH	10	245
dionice tvrtki iz zemalja OECD-a	10	245
Ukupno	100	2452

5. Ulaganja mirovinskih fondova u državne obveznice

Trenutačna veličina dugoročnih izdanja državnih obveznica kojima se trguje na hrvatskom tržištu iznosi oko 500 mil. eura:

- DAB 03 – obveznica Državne agencije za sanaciju banaka, dospijeće 2003 - 110 mil. eura
- HZZO – obveznica Hrvatskog zavoda za zdravstveno osiguranje, dospijeće 2004 - 220 mil. eura
- DAB 05 – obveznica Državne agencije za sanaciju banaka, dospijeće 2005 - 200 mil. eura.

Slika 3. Očekivana ulaganja mirovinskih fondova



S obzirom na očekivana ulaganja mirovinskih fondova od oko 1,6 milijardi kuna u državne obveznice, te postojeće pozicije drugih institucionalnih ulagača u tim instrumentima, moguće je očekivati nova izdanja obveznica koja će biti “namijenjena” mirovinskim fondovima.

Pri tome su vrlo bitni sljedeći uvjeti.

1. Izdanja obveznica ne smiju biti namijenjena jedino mirovinskim fondovima.

Naime, u tom bi slučaju veličina emisije bila prilagođena predviđenoj potražnji mirovinskih fondova, koji bi te dionice morali kupiti kako bi zadovoljili zakonske uvjete (ili, alternativno, svojom “prisilnom” potražnjom nesrazmjerno povećali cijene postojećih izdanja). U tom slučaju ne bi bilo “tržišta” već bi obveznice bile izdane prema unaprijed (od države) određenoj cijeni, vjerojatno uz neki razumni prinos¹. Naravno, u slučaju držanja obveznica do dospeljeća, taj bi se prinos ostvario. No vrlo brzo nakon izdavanja trgovanje na sekundarnom tržištu moglo bi odrediti drugačiju cijenu, vjerojatno nižu². U tom slučaju fondovi bi zabilježili gubitke u portfelju. Kako bi se to dogodilo već u prvoj godini reforme, moglo bi znatno ugroziti *imidž* reforme.

Stoga potražnja mirovinskih fondova mora biti zadovoljena unutar regularnih izdanja namijenjenih općem tržištu.

2. Prinos obveznica, ili barem znatan dio izdanja obveznica, treba biti vezan za inflaciju.

Naime, prinos mirovinskih fondova ponajprije treba štiti kupovnu moć mirovina. Ta je činjenica naglašena i u Zakonu o dobrovoljnim i obveznim mirovinskim

¹ Primjerice, predstavnici Ministarstva financija već su spominjali prinos od 7% uz valutnu klauzulu.

² Teško je pretpostaviti da će država, ako sama može određivati cijenu izdanja, u primarnoj emisiji odrediti nižu cijenu od one koja se može dobiti na tržištu.

fondovima, u kojemu je prihod mirovinskih društava vezan za realni prinos portfelja. Usto, vezanje uz inflacijsku stopu uvelike onemogućuje političku zloupotrebu imovine mirovinskih fondova – stvaranje inflacije primarnom emisijom može proizročiti znatne kapitalne gubitke u obvezničkom dijelu. Alternativna devizna klauzula samo je polovično rješenje jer relacija pariteta kupovne moći (čak i ako pretpostavimo da vrijedi dugoročno) ne vrijedi kratkoročno.

6. Zajamčeni prinos mirovinskih fondova

Izlaganje u ovom dijelu teksta slijedi materijal prezentiran na XI. konferenciji Zagrebačke burze, Rovinj, 2001.

Mnogi su elementi sigurnosti ugrađeni u Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Jedan od njih je jamstvo relativnog prinosa mirovinskih fondova. Ako je prinos nedovoljan, najprije društvo koje upravlja fondom, a potom i država moraju nadoknaditi prinos članovima fonda prema sljedećoj formuli:

- svakom članu obveznoga mirovinskog fonda jamči se prinos u visini jedne trećine referentnog prinosa što ga je utvrdila Agencija, a najviše do visine eskontne stope Hrvatske narodne banke, ako je referentni prinos u razdoblju od jedne kalendarske godine pozitivan.
- svakom članu obveznoga mirovinskog fonda jamči se prinos u visini trostrukoga referentnog prinosa što ga je utvrdila Agencija, ako je referentni prinos u razdoblju od jedne kalendarske godine negativan.

Pri tome referentni prinos još nije definiran, ali očekujemo da će to biti neki prosjek prinosa fondova.

Iako je navedena odredba u načelu dobra te daje dovoljnu razinu sigurnosti društvima za upravljanje i članovima fonda, ona sadrži mogućnost ostvarenja osobito negativnog scenarija.

Naime, u području prinosa oko 0%, društva za upravljanje nemaju gotovo nikakvu razinu sigurnosti te njihov kapital može biti znatno ugrožen već u prvim godinama reforme.

- Primjerice, poveća li se inflacija i “krivulja prinosa” pomakne nagore,
- velik dio portfelja (onaj uloženi u dugoročne obveznice RH) znatno će izgubiti na vrijednosti, a ostali dijelovi portfelja uloženi u RH zbog međusobne koreliranosti također neće imati velike prinose
 - istodobno će, da bi realni prinos bio pozitivan, nominalni prinos morati biti viši (zbog povećane inflacije).

Primjer

Pretpostavimo

- da fond ima 60% sredstava uloženi u hrvatske instrumente fiksnog prinosa
- da je tih 60% portfelja modificirane duracije 7 godina

- da inflacija krajem godine poraste za 2% (npr. sa 4 na 6%) i istodobno se za 2% “paralelno prema gore” pomakne cijela krivulja prinosa
- da bi nominalni neto prinos portfelja prije toga bio 8% (neto u smislu nakon svih naknada društvu osim naknade za uspješnost).

Tada je aproksimacija pada vrijednosti tog dijela portfelja fonda u postocima dana jednakošću:

$$\begin{aligned} \text{promjena vrijednosti} &= - \text{mod. duracija} \times \text{promjena prinosa} = - 7 \times 2\% \\ &= -14\%, \end{aligned}$$

što znači da bi sav portfelj u toj aproksimaciji izgubio oko

$$60\% \times 14\% = 8,4\% \text{ svoje vrijednosti.}$$

Sljedeća tablica predočuje taj primjer.

Tablica 4. Scenarij pomaka krivulje prinosa za +2%

Varijabla	Prije	Poslije
inflacija (%)	4	6
krivulja prinosa (%)		2 viša
vrijednost dijela portfelja uloženoga u instrumente fiksnog prihoda	x	0,86*x
vrijednost ostatka portfelja	y	vjerojatno manje od y, uzimajući u obzir da bi pomak krivulje prinosa smanjio i valuaciju dionica
neto prinos portfelja (%)	8	vjerojatno oko 0
naknada društva članovima (%)	0	vjerojatno niže
naknada za uspješnost kao dio NAV-a (%)	1	0

Tablica 5. donosi postotne iznose naknada (kao postotak sredstava pod upravljanjem) koje društvo mora naknaditi u tom slučaju.

Stoga predlažemo da se u definiciju primjene referentne stope doda uvjet:

- pri tome zajamčeni prinos ne može biti veći od referentne stope umanjene za 2%.

Taj bi dodatak riješio spomenute probleme.

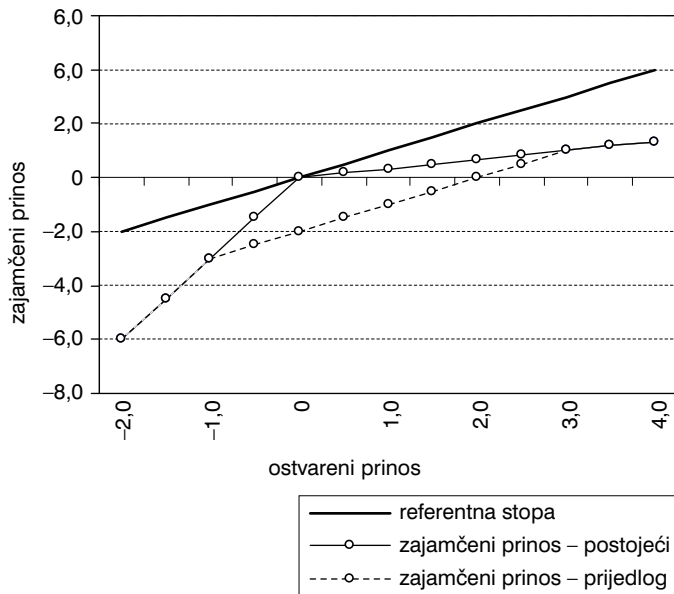
Slika 4. predočuje postojeću definiciju zajamčenog prinosa, zajedno s predloženom izmjenom.

U predloženoj varijanti zajamčeni je prinos uvijek barem 2% manji od referentne stope, što fond menadžerima daje sigurnost da kapital društava za upravljanje neće biti ugrožen zbog malih (slučajnih) varijacija u prinosima fondova.

Tablica 5. Neprikladnost primjene referentne stope

Referentna stopa	Zajamčeni prinos	Ostvarenje 3% manje od referentne stope	Naknada članovima fonda, kao postotak aktive pod upravljanjem
6	2 (trećina stope)	3	0
2	0,67 (trećina stope)	-1	0,67
0,1	0,033 (trećina stope)	-2,9	2,933
0	0	-3	0
-0,1	-0,3 (trostruka stopa)	-3,1	2,8
-1	-3 (trostruka stopa)	-4	1
-2	-6 (trostruka stopa)	-5	0

Slika 4. Zajamčeni prinos



7. Referentna stopa za mirovinske fondove

Referentna stopa tek treba biti definirana (odgovorajući propisi još nisu donešeni). Iako će ona vjerojatno biti definirana kao neki prosjek prinosa mirovinskih fondova, pri tome je važno da težine pri izračunavanju prosjeka ne budu srazmjerne veličini fondova. Naime, time bi se stimulirala poznata “bolest” mirovinskih fondova – efekt stada: manji bi fondovi slijedili investicijsku strategiju većih, portfelji bi bili vrlo slični, što bi na kraju prouzročilo nedjelotvornu alokaciju sredstava svih fondova.

LITERATURA

1. **DZS, 2001.** Statistički ljetopis 2000. Zagreb: Državni zavod za statistiku.
2. FT Surveys, Pension Fund Investment. Available from:
<http://surveys.ft.com/pensioninvestment2001/>
3. Poslovni plan, Helios mirovinsko d.d. (privatni dokument)
4. *Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima*, NN 49/99. Zagreb: Narodne novine.

N e n a d B a k i ć : Investments of the Pensions Funds in the Republic of Croatia

Summary

The purpose this paper is to analyse the appropriateness of the constraints on the investments of the pensions funds in the light of international experience and the real limitations of the Croatian capital market, the appropriateness of certain technical provisions in connection with this (guaranteed yield and reference rate). The paper draws attention to potential problems to do with the issue of government securities to be bought by the pensions funds and shows that the legal provisions are not an obstacle in the way of the construction of optimum portfolios by the pensions funds, but the limitations of the Croatian capital market will be. Certain modifications of the existing legal provisions that regulate the guaranteed yields of the pensions funds are proposed.

Parts of the business plan of one of the pensions funds and the author's approximate estimate of the depth of the Croatian capital market are used in the analysis.

Key words: pensions funds, pensions fund investments, pensions companies' charges, reference rate