

FINANCIJSKA TEORIJA I PRAKSA

GODINA 26, BROJ 2
Zagreb, svibanj 2002.
str. 387– 593

Članci objavljeni u FINANCIJSKOJ TEORIJI I PRAKSI referiraju se u sekundarnoj publikaciji REFERATIVNYI ZHURNAL (Akademija znanosti, Moskva). Odabrani članci u cijelosti se prevode na engleski jezik i objavljuju u OCCASIONAL PAPER SERIES, Institute of Public Finance i referiraju u PAIS BULLETIN, Inc. (New York).

Nakladnik

Institut za javne financije, Zagreb, Katančičeva 5

Glavna urednica

Katarina Ott

Uređivački odbor

Hrvoje Arbutina, Predrag Bejaković, Helena Blažić, Edgar L. Fiege (Madison, Wisconsin, SAD), Božidar Jelčić, Pero Jurković, Olivera Lončarić-Horvat, Dubravko Mihaljek (Basel, Švicarska), Bruno Schönfelder (Freiberg, Njemačka), Tine Stanovnik (Ljubljana, Slovenija).

Uredništvo

Institut za javne financije – Financijska teorija i praksa
Zagreb, Katančičeva 5, p.p. 320; telefon: 01/492-2592, 459-1227, 481-9363,
fax: 01/481-9365, *Internet adresa:* www.ijf.hr, *e-mail:* ured@ijf.hr

Pretplata

Godišnja pretplata 400,00 kuna. Uplaćuje se na račun broj 2484008-1100661775 Instituta za javne financije, Zagreb – uz naznaku: pretplata za Financijsku teoriju i praksu, godište 2002.

Naklada 800 primjeraka.

Časopis izlazi četiri puta godišnje.

Časopis financira Ministarstvo znanosti Republike Hrvatske.

Računalni slog i tisak

GIPA ZAGreb, Zagreb, Prilaz Gj. Deželića 12.

FINANCIJSKA TEORIJA I PRAKSA

Časopis za financijsku
teoriju i praksu
str. 387 – 593
Zagreb, svibanj 2002.
ISSN 1332-3970
UDK 336

S A D R Ź A J

PREDGOVOR	V
ČLANCI	
<i>Katharina Müller</i> : Strukturalne mirovinske reforme u tranzicijskim zemljama: politički sudionici i uloga države	387
<i>Predrag Bejaković</i> : Iskustva i pouke iz reformi mirovinskih sustava u tranzicijskim zemljama	405
<i>Nenad Bakić</i> : Ulaganja mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj.....	435
<i>Blaženka Eror-Matić i Mladen Latković</i> : Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda	447
<i>Mladen Latković</i> : Upravljanje rizicima: identifikacija, mjerenje i kontrola.....	463
<i>Danimir Gulin</i> : Računovodstveni aspekti vrednovanja portfelja mirovinskih fondova.....	479
<i>Marija Zuber</i> : Mirovinska reforma i porezni poticaji.....	497
<i>Dubravko Štimac</i> : Uloga banke skrbnika u mirovinskoj reformi	511
<i>Duškanka Marinković-Drača</i> : Isplata plaća radnika i uplata doprinosa – temelj mirovinske reforme	523
<i>Ante Samodol</i> : Tri priče – jedna reforma	533
PRIKAZI	
The Foundations of the Welfare State (<i>Predrag Bejaković</i>)	551
Transition and Growth in Post-Communist Countries – The Ten Year Experience (<i>Anto Bajo i Predrag Bejaković</i>).....	565
Private Pensions Systems: Administrative Costs and Reforms (<i>Predrag Bejaković</i>) ..	575
Pojmovnik.....	581
Kviz	589
Upute autorima i recenzentima	595

TABLE OF CONTENTS

FOREWORD.....	V
ARTICLES	
<i>Katharina Müller</i> : Structural Pensions Reforms in Transitional Countries: Political Participants and the Role of the Government.....	387
<i>Predrag Bejaković</i> : Experience and Lessons from the Reforms of Pensions Systems in Transitional Countries.....	405
<i>Nenad Bakić</i> : Investments of the Pensions Funds in the Republic of Croatia.....	435
<i>Blaženka Eror Matić and Mladen Latković</i> : Investment Fund Performance: Pensions Reform and the Problem of Choice of Fund.....	447
<i>Mladen Latković</i> : Risk Management: Identification, Measurement and Control.....	463
<i>Danimir Gulin</i> : Accountancy Aspects of Valuing the Portfolios of the Pensions Funds.....	479
<i>Marija Zuber</i> : Pensions Reform and Tax Incentives.....	497
<i>Dubravko Štimac</i> : The Role of the Custody Bank in Pensions Reform.....	511
<i>Dušanka Marinković-Drača</i> : The Payment of Wages to Employees and the Paying in of Contributions – the Foundation of Pensions Reform.....	323
<i>Ante Samodol</i> : Three Stories – a Single Reform.....	533
REVIEWS	
The Foundations of the Welfare State (<i>Predrag Bejaković</i>).....	551
Transition and Growth in Post-Communist Countries – The Ten Year Experience (<i>Anto Bajo and Predrag Bejaković</i>).....	565
Private Pensions Systems: Administrative Costs and Reforms (<i>Predrag Bejaković</i>)..	575
Glossary.....	581
Quiz.....	589
Instructions to Authors and Peer Reviewers.....	595

PREDGOVOR

Institut za javne financije održao je u rujnu 2000. godine okrugli stol *Stanje u reformi mirovinskog sustava Hrvatske*, a prezentirani su radovi objavljeni u časopisu *Financijska teorija i praksa*, broj 2 i 3 iz 2000. godine. Nastavljajući započete aktivnosti, Institut je 8. studenog 2001. održao okrugli stol s naslovom **Organizacijski aspekti mirovinske reforme**. Radove za okrugli stol poslalo je desetak stručnjaka iz više ustanova koje su na različit način uključene u reformu mirovinskog sustava. Autori su različitih zanimanja (ekonomisti, pravnici, matematičari, fizičari, stručnjaci za investicijske fondove i sl.) tako da se u njihovim radovima ističe različit multidisciplinarni pristup.

Predrag Bejaković iz Instituta za javne financije izložio je iskustva i pouke iz reformi mirovinskih sustava u tranzicijskim zemljama. Iako su razlike između tranzicijskih zemalja gotovo veće nego sličnosti, zajedničko im je obilježje da su napustile socijalizam i da između ostalih problema imaju velike teškoće u mirovinskim sustavima. Pritom se svaka zemlja susreće s jedinstvenim problemima koji odražavaju njezino demografsko i gospodarsko stanje, kao i obećanja političara, očekivanja građana te sadržaj važećih zakona. Troškovi mirovinskog osiguranja u zemljama istočne i srednje Europe posve su izmakli nadzoru te je mirovinska reforma u njima nužnost. Bejaković se osvrnuo na kritička pitanja vezana za mirovinsku reformu i odluke o rješenu tehničkih problema.

Denis Fudurić iz Dalbanka svoj je prilog posvetio mirovinskoj reformi kao mogućem zamašnjaku razvoja tržišta obveznica u Hrvatskoj, ponajprije državnih, te jedinica lokalne uprave i samouprave. Fudurić je istaknuo najvažniji cilj mirovinske reforme: stvaranje socijalne sigurnosti umirovljenika dovoljnim i pravodobnim mirovinama. Upozorio je na neadekvatnu reguliranost financijskog tržišta i probleme vezane za nadzor, instrumente za ulaganja i investicijska ograničenja. Fudurić smatra da mirovinski fondovi moraju ulagati u dionice jer ulaganje u državne vrijednosnice nedovoljno potiče gospodarski razvoj. Otežavajuća je okolnost što će municipalne obveznice moći izdavati samo nekoliko najvećih gradova u Hrvatskoj, a istodobno na tržištu praktično nema dionica. Postojeća dioničarska društva koja kotiraju na burzi najvjerojatnije ne trebaju dodatni kapital. Kao rješenje problema Fudurić navodi ulaganja u mala i srednja poduzeća, ali to zbog rizika mirovinski fondovi ne čine izravno već ulažu u *joint venture capital fund*, koji prikupljena sredstva ulaže u poduzeća. Hrvatski je zakon glede omjera ulaganja dosta konzervativan, što s obzirom na postojeće stanje nije loše, ali je moguće očekivati da će se ulaganja sve više usmjeravati u korporativne papire. U idealnim tržišnim uvjetima obveznice bi trebale činiti do 50% ukupnih ulaganja mirovinskih fondova jer dionice daju viši prinos. Ujedno bi možda trebalo razmotriti mogućnost da treći stup ima veću slobodu ulaganja. U raspravi je **Ivo Bulaš**, predsjednik uprave Royal mirovinskog osiguranja govorio o važnosti i mogućnosti dobrovoljnoga mirovinskog osigu-

ranja. Royal mirovinsko osiguranje jedinstveno je mirovinsko osiguravajuće društvo u Hrvatskoj koje pruža dobrovoljno mirovinsko osiguranje i uspješno djeluje već jedanaest godina. Društvo se ponajviše bavi dokupom mirovine, kao vrstom otpremnine kojom tvrtke doživotno poboljšavaju materijalni položaj svojih bivših zaposlenika – sada umirovljenika.

Dragan Kovačević, ravnatelj Agencije za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja (HAGENA), govorio je o nadzoru mirovinskih društava i mirovinskih fondova, te istaknuo da je mirovinska reforma socijalni, ali i gospodarsko-financijski projekt hrvatskog društva. Zasad je pet mirovinskih fondova dobilo odobrenje za rad i njihovo bi djelovanje moralo uvelike pomoći razvoju tržišta kapitala i pratećih institucija. U raspravi je **Damir Bakić** upozorio na neka loša zakonska rješenja koja bi mogla biti ozbiljna kočnica provođenju reforme te istaknuo potrebu usaglašavanja i pojašnjavanja zakonskih odredbi. Posebno se osvrnuo na Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, odnosno na članke 47-48. vezane za invalidske i obiteljske mirovine iz drugog stupa, te na članke 89-91. Zakona o osiguravajućim mirovinskim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje u kojima nisu dovoljno dobro razjašnjene odredbe o mirovinskim jamstvima.

Nenad Bakić, predsjednik Uprave *Heliosa* – mirovinskog dioničkog društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, svoje je izlaganje posvetio ulaganju mirovinskih fondova u RH. S obzirom na zakonski određenu strukturu ulaganja, razvijenost financijskog tržišta i postojeće teškoće (prije svega mali postotak dionica kojima se slobodno trguje na burzi), teško je očekivati da će mirovinski fondovi tijekom 2002. moći uložiti u hrvatske dionice više od 100 mil. kn, ili oko 4% svojih portfelja, a da ne uzrokuju znatne poremećaje na tržištima kapitala (u smislu nerealnog povećanja cijena). U očekivanju izdanja novih obveznica koje će biti *namijenjene* mirovinskim fondovima, N. Bakić naglašava da to izdanje ne smije biti namijenjeno *samo* mirovinskim fondovima jer bi oni morali kupiti te vrijednosnice kako bi zadovoljili zakonske uvjete. Prinos obveznica ili barem znatan dio izdanja trebao bi biti vezan za inflaciju. N. Bakić smatra da bi javnost morala biti jasno obaviještena kako će drugi stup mirovinskog osiguranja s vremenom jačati, pa će oni koji imaju pravo izbora ulaska u njega (između 40 i 50 godina starosti) gubiti ako se ne uključe u kapitalizirano mirovinsko osiguranje. **Željko Potočnjak** kao jedan od kreatora zakona objasnio je razloge pojedinih rješenja, posebno važeće strukture ulaganja mirovinskih fondova, ali je podržao mogućnost njezine promjene u budućnosti, ovisno o gospodarskim kretanjima i razvoju financijskog tržišta.

Horvoje Japunčić iz Agrokora, izlažući interese kompanije za osnivanje mirovinskih fonda, posebno je istaknuo važnost zatvorenih fondova dobrovoljnoga mirovinskog osiguranja. Tako gospodarski subjekti dobivaju novu mogućnost za napuštanje dosadašnjih načina financiranja tipa kreditnih odnosa ili samostalnog izdavanja emisija dionica (primarne ili sekundarne serije) te stvaraju priliku da različitim financijskim instrumentima potpomognu svoje poslovanje. Japunčić vjeruje da bi se takvo sufinanciranje od strane kompanija zakonski trebalo priznati kao troškovni (rashodovni) dio poslovanja. U raspravi je **Marija Zuber** upozorila na neu-

suglašenost RS obrasca i navela kako bi možda bilo bolje da se REGOS (Središnji registar osiguranika) u početku bavio samo prikupljanjem doprinosa za drugi stup, a ne svim doprinosima, te da je kasnije, nakon stjecanja iskustva, proširio djelokrug na sve doprinose. Predstavnici HAGENE i REGOSA objasnili su da je takvo rješenje donio Hrvatski sabor, što su njihove ustanove trebale poštovati.

Blaženka Eror-Matić iz Hrvatskoga mirovinsko-investicijskog društva d.o.o. prikazala je suautorski rad napisan s **Mladenom Latkovićem** pod nazivom *Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda*. Za razumijevanje ključnih pitanja vezanih za ulaganje u investicijske fondove i njihovo poslovanje potrebno je pojasniti najvažnije odrednice moderne teorije portfelja. Uspješnost poslovanja investicijskog fonda treba promatrati unutar ostvarenog prinosa s obzirom na poduzeti rizik, a ta se uspješnost mjeri promatranjem poslovanja fonda relativno – u odnosu prema zadanome tržišnom portfelju ili u apsolutnim okvirima – primjenom različitih omjera. U radu se analizira uspješnost poslovanja Kapitalnog fonda, trenutačno najvećega dioničkog fonda na hrvatskom tržištu kapitala, koji može poslužiti za razumijevanje investicijskog poslovanja budućih mirovinskih fondova u Hrvatskoj. Neto investicijska vrijednost fonda kao apsolutna vrijednost nije reprezentativan pokazatelj, već u razmatranje uspješnosti treba uključiti prinose i rizik. U svom izlaganju Eror-Matić upozorava da je praktično i teorijski jasno dokazano da dosadašnji rezultati pojedinog fonda nisu i sigurno jamstvo njegova budućeg uspješnog poslovanja, odnosno da *ne postoji sigurnost* kako će pojedinac ispravno odabrati fond za iduće razdoblje. To se ne treba smatrati nedostatkom, već pozitivnom činjenicom koja svakog osiguranika, bez obzira na njegovo znanje o ekonomiji tržišta kapitala, stavlja u *ravnopravan* položaj.

Mladen Latković iz HAGENE, svoj je rad posvetio upravljanju rizicima: identifikaciji, mjerenju i kontroli. Upravljanje rizicima neizostavni je dio investicijskog poslovanja, a sastoji se od identifikacije različitih oblika rizika kojima su izloženi portfelji investitora, od mjerenja rizika pomoću kvantitativnih metoda te od definiranja postupaka kojima se provodi upravljanje. Donedavno je metodologija upravljanja rizicima ponajviše bila usmjerena na kratkoročni investicijski horizont (do godinu dana) pogodan za investicijske banke, investicijske fondove i korporacije. Za potrebe investitora s dugoročnim horizontima, poput mirovinski fondova, potrebno je upoznati rizike poslovanja u razdoblju duljem od jedne godine. Najpoznatiji oblik rizika koji se veže za vrijednosnice jest tržišni rizik ili neizvjesnost u promjeni cijena vrijednosnica. Za izravno opisivanje rizika promjene cijena vrijednosnica u stručnoj se terminologiji često upotrebljava pojam *volatilnost*, koji zapravo nije moguće precizno definirati. Latković je objasnio mogućnosti i ograničenja utvrđivanja rizika, pri čemu je nužan razvoj sekundarnog tržišta koje ima važnu ulogu u ublažavanju potresa na primarnim tržištima vrijednosnica te predložio zakonske izmjene kojima su fondovi čija je investicijska politika rizičnija obvezni razmjerno povećavati temeljni kapital.

Danimir Gulin s Ekonomskog fakulteta u Zagrebu razmotrio je računovodstvene aspekte vrednovanja portfelja mirovinskih fondova. Zakon o mirovinskim

fondovima ne regulira dobro računovodstvena pitanja mirovinskih fondova, nego samo mirovinskih društava. Poseban je problem vrednovanje portfelja mirovinskih fondova. U tom je dijelu predviđena uporaba Međunarodnih računovodstvenih standarda, a razvoj i primjena mogućih hrvatskih računovodstvenih standarda donijela bi veliku štetu. Treba podržati primjenu Međunarodnih računovodstvenih standarda i utvrđivanje *fair* vrijednosti. HAGENA je već pripremila pravilnik o vrednovanju portfelja, a još joj preostaje obveza propisivanja izvještaja koje fondovi i društva trebaju dostavljati.

Marija Zuber iz časopisa *Računovodstvo i financije*, upozorila je na važnost poreznih poticaja u provođenju mirovinske reforme. Prema sadašnjim propisima o oporezivanju dohotka, mirovine ostvarene na temelju kapitalizirane štednje oporezuju se porezom na dohodak od nesamostalnog rada i porezom na dohodak od osiguranja. Mirovinska davanja ostvarena na temelju dobrovoljnog osiguranja u trećem stupu nisu oporeziva porezom na dohodak ako za plaćene doprinose nije iskorištena porezna olakšica. Zuber smatra kako bi porezni propisi preciznim određivanjem trebali ukloniti postojeće dvojbe koje se pojavljuju pri oporezivanju doprinosa i mirovina u obveznome i dobrovoljnom mirovinskom osiguranju. Riječ je o primjerenosti važećih rješenja oporezivanja budućih mirovina porezom na dohodak od osiguranja, o poreznom određivanju državnih poticaja iz proračuna i budućih mirovinskih primitaka na osnovi tih poticaja. U raspravi je sudjelovao **Zoran Anušić** iz Ureda Svjetske banke u Hrvatskoj, Zagreb, koji je upozorio na opasnosti što mogu nastati promjenom važećih rješenja u smislu oporezivanja budućih mirovina.

Mihovil Rismondo iz Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje razmotrio je moguće tendencije prema općem temeljnom sustavu socijalnog osiguranja, odnosno mogućnost i opravdanost uvođenja *nultog stupa* mirovinskog osiguranja u Hrvatskoj. Taj se oblik osiguranja ne bi zasnivao na doprinosima, već bi se financirao porezima izravno iz državnog proračuna i imao bi socijalnozaštitni karakter. Time bi bili obuhvaćeni svi građani, tako da bi u tom dijelu osiguranja nestao dosadašnji pojam osiguranika, a odnosio bi se na osobe obuhvaćene mirovinskim osiguranjem na drugoj i trećoj razini mirovinskog sustava.

U cjelini, rasprave na okruglom stolu *Organizacijski aspekti mirovinske reforme* bile su žive i zanimljive. Radovi pripremljeni za okrugli stol o mirovinskoj reformi dostupni su na web stranicama Instituta za javne financije (www.ijf.hr) i tiskani su u zborniku radova, koji se može dobiti u biblioteci Instituta za javne financije (Katančićeva 5).

Kao organizator skupa najljepše zahvaljujem svim autorima tekstova, kao i svim sudionicima okruglog stola. Zahvaljujem i Ministarstvu znanosti i tehnologije Republike Hrvatske, koje trajno financijski podupire moje istraživanje. Ujedno zahvaljujem Matici hrvatske što nam je za potrebe okruglog stola ustupila svoju dvoranu.

U ovom broju časopisa *Financijska teorija i praksa* objavljujemo nekoliko odabranih radova s tog okruglog stola. Osim tih radova, objavljujemo i nekoliko posebno pripremljenih tekstova vezanih za provedbu mirovinske reformu. Autorica više knjiga o reformama u tranzicijskim zemljama **Katharina Müller** s Instituta za tran-

sformacijske studije Europskog sveučilišta iz Frankfurta na Odri piše o preduvjetima uspješne mirovinske reforme. Razmatrajući političke sudionike i ulogu države u provedbi mirovinske reforme, Müller naglašava kako uloga države nije ograničena samo na javno osiguranje već, naprotiv, ima važnu ulogu u *svim* stupovima novoga mirovinskog sustava te tako dobiva mnoge vrlo zahtjevne i složene zadaće. Država prije svega mora osigurati makroekonomsku i političku stabilnost, a potrebna su i znatna ulaganja u poboljšanje ljudskog kapitala i informatizaciju javnog sektora. Ako nisu zadovoljeni minimalni institucionalni i organizacijski zahtjevi postavljeni javnom sektoru, privatizacija mirovinskog sustava postaje vrlo opasna strategija.

O dijelu organizacijskih zahtjeva vezanih za banku skrbnika – ustanovu kojoj je mirovinsko društvo povjerilo imovinu mirovinskog fonda i s kojom je sklopilo ugovor o čuvanju imovine piše **Dubravko Štimac** iz PBZ CROATIA osiguranje d.d. Autor vrlo jasno izlaže doprinos banke skrbnika u stvaranju vjerodostojnosti sustava, smanjenju sustavskog rizika, osiguranju transparentnosti i ostvarivanju uspješnosti cjelokupnog novog mirovinskog sustava. Na temelju kretanja i iskustava razvijenih zemalja, posebno SAD-a, Štimac zaključuje kako će s povećanjem snage mirovinskih fondova na značenju dobivati i poslovi skrbništva nad vrijednosnim papirima, te će oni s vremenom i u Hrvatskoj postati važni i profitabilni poslovi s područja bankovnih usluga.

Duška Marinković-Drača iz Vijeća samostalnih sindikata Hrvatske razmatra pitanje sustava određivanja plaća, probleme neisplate plaća, odnosno isplate smanjenih plaća i, slijedom toga, teškoće naplate doprinosa. U uvjetima kada visina uplaćenih doprinosa uvelike određuje prava osiguranika u sustavu generacijske solidarnosti i u drugom stupu kapitaliziranoga mirovinskog osiguranja, neuplata doprinosa mogla bi biti osnovom dodatnog smanjivanja prava. Namjera je autorice uputiti na potrebu i važnost sustavnog upoznavanja kategorije plaće i rješavanja pitanja naplate doprinosa. Posebna je pozornost pridana problemu nedostatka aktivne legitimacije radnika na utuženje pripadajućih doprinosa, te nemogućnosti naplate doprinosa za individualnu kapitaliziranu štednju u stečajnom postupku. Kao moguća rješenja autorica predlaže izmjenu Stečajnog zakona i mogućnost da se među prava namirenja na teret troškova stečaja osim plaća uvrste i doprinosi.

Ante Samodol iz Nava banke izlaže tri naizgled neovisne priče kojima je svima u osnovi mirovinska reforma i njezini učinci. Autor započinje iznošenjem iskustava i dostignuća Čilea u provođenju mirovinske reforme te ističe kako su u toj zemlji mirovinski fondovi postali moćne financijske ustanove koje usmjeravaju financijske i robne tokove. Drugi dio priloga Samodol je posvetio izgradnji autoceste Zagreb – Split te razmatra mogućnost iskorištenja mirovinske reforme za *namjensku* ili *nenamjensku* emisiju obveznica od strane države, odnosno za financiranje takvih projekata. Treći dio članka objašnjava potrebu spoznavanja uloge financijskih ustanova i tržišta, te obvezu države da to stručno i sustavno prati (pravodobno objavljuje kalendar izdavanja obveznica kojemu bi se prilagodili mogući ulagači, potrebne aktivnosti Ministarstva financija i dr.).