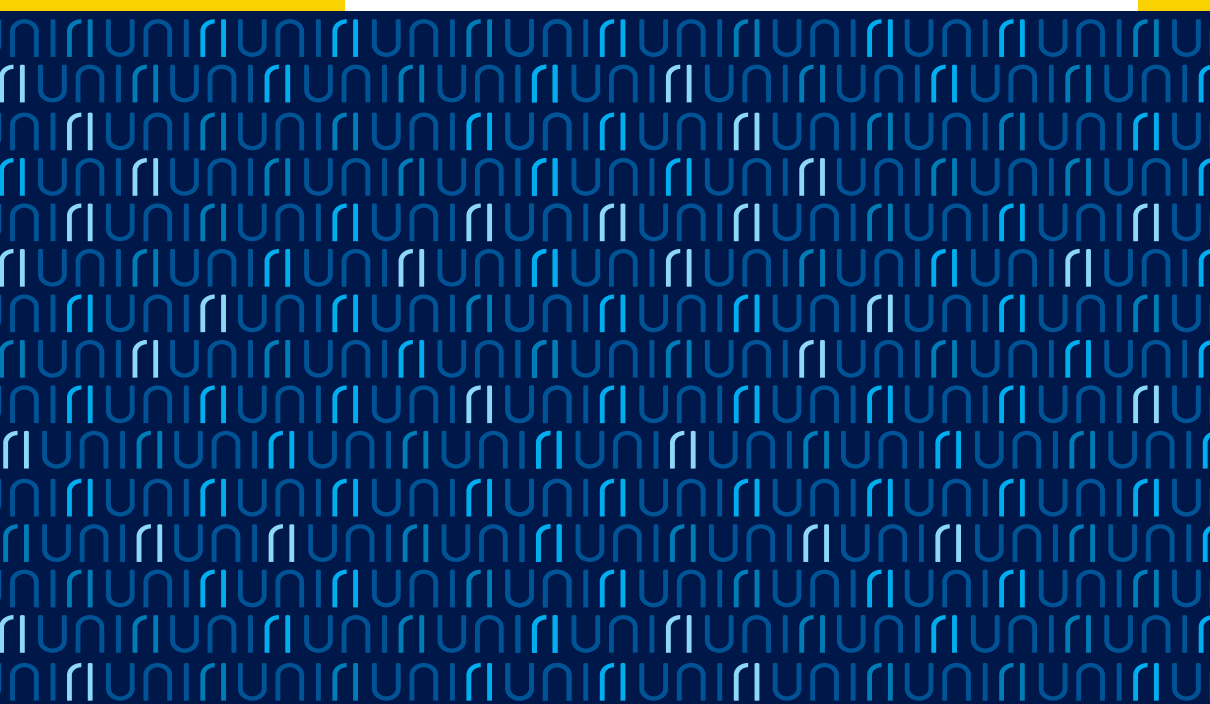


# Financije na prekretnici:

Imamo li snage za iskorak?

*In memoriam* prof. dr. sc. Ivo Sever



FINANCIJE NA PREKRETNICI:  
IMAMO LI SNAGE ZA ISKORAK?

*In memoriam* prof. dr. sc. Ivo Sever

**Izdavač:**

Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet

**Za izdavača:**

izv. prof. dr. sc. Alen Host

**Recenzenti:**

prof. dr. sc. Nikša Nikolić

prof. dr. sc. Sead Kreso

**Lektura i korektura:**

Denisse Mandekić

**Tehnički urednik:**

doc. dr. sc. Maja Grdinić

**Grafička priprema i prijelom:**

Sanja Jovanović, Centar za elektroničko nakladništvo Sveučilišta u Rijeci

**Mjesec i godina objavljivanja:**

Srpanj, 2017.

ISBN 978-953-7813-34-5

© Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci

Sva prava pridržana. Zabranjuje se preštampavanje, umnožavanje i kopiranje ove knjige ili bilo kojeg njezinog dijela bez pisanog odobrenja vlasnika autorskih prava.

Odlukom Povjerenstva za izdavačku djelatnost Sveučilišta u Rijeci KLASA: 602-09/17-01/06, URBROJ: 2170-57-03-17-3, ovo se djelo objavljuje kao izdanje Sveučilišta u Rijeci.

Ovu je knjigu sufinanciralo Sveučilište u Rijeci potporom istraživanjima br. 13.02.1.2.02. i br. 13.02.1.2.09, te Hrvatska zaklada za znanost projektom IP-2013-11-8174 i IP-2013-11-6558.

# Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak?

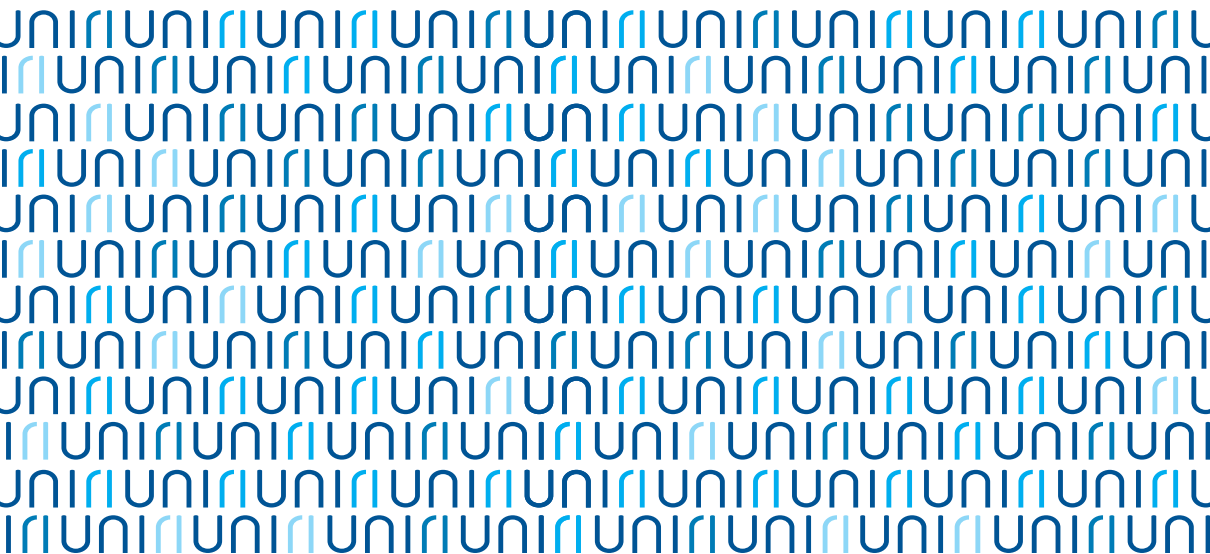
*In memoriam* prof. dr. sc. Ivo Sever

Urednici:

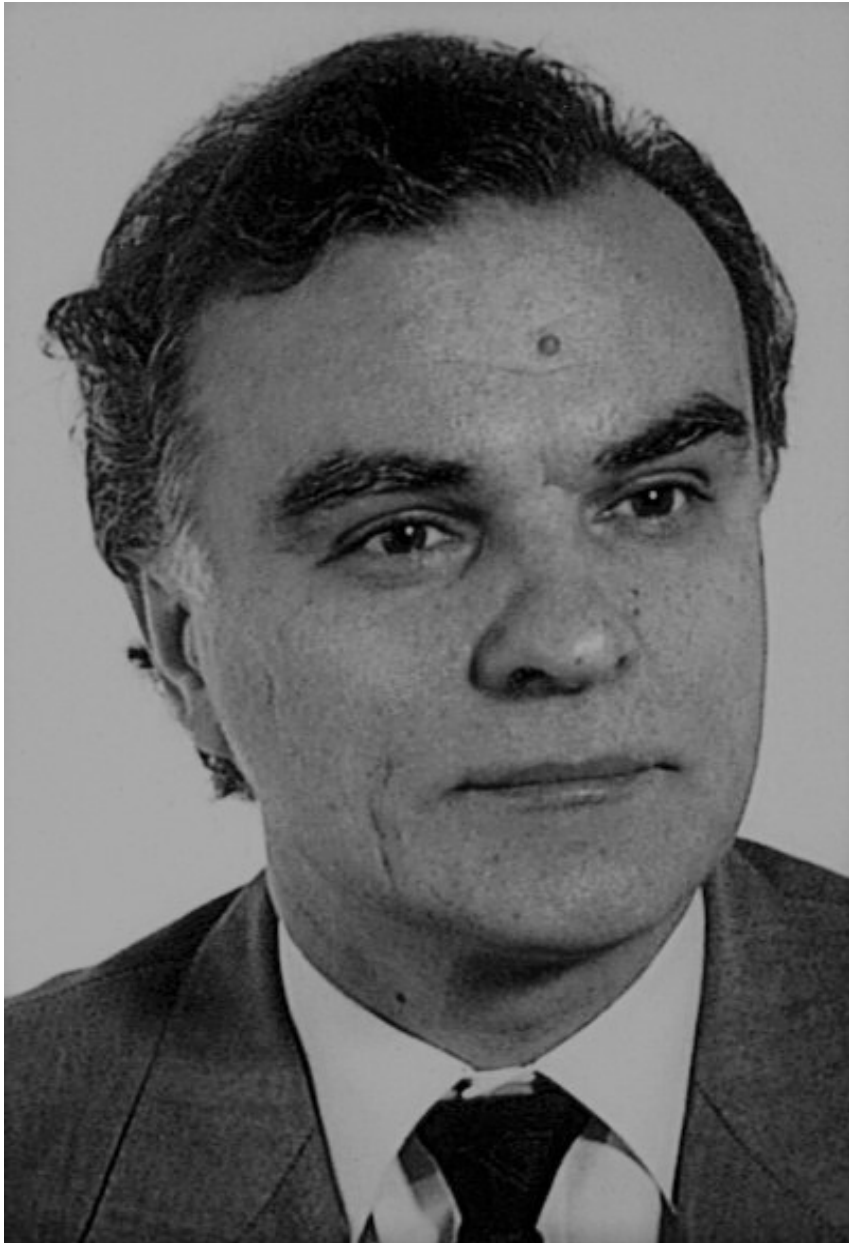
prof. dr. sc. Helena Blažić

prof. dr. sc. Mira Dimitrić

prof. dr. sc. Mario Pečarić







prof. dr. sc. Ivo Sever  
1937.- 2017.



## PREDGOVOR

Dragi čitatelji, kolege i prijatelji,

namjeravali smo napisati klasičan predgovor za zbornik radova, odnosno monografiju. Govorili bismo o našim tradicionalnim interkatedarskim skupovima te kako je i ova monografija rezultat našega XV. Interkatedarskog skupa katedri za financije održanog 22. travnja 2016. godine na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Rijeci.<sup>1</sup> Željeli smo i ukratko predstaviti glavne tematske cjeline, kao i sadržaj pojedinačnih radova.

No, neumitnost vječnosti ovoj je knjizi namijenila drugačiju svrhu – spomen na jednog od naših korifeja, znanstvenika koji je uvijek imao snage za iskorak i beskompromisnu dosljednost – profesora Ivu Severa.

Stoga započinjemo odavanjem počasti njegovom znanstvenom opusu nadajući se da će ga radovi koji slijede biti dostojni.

Rijeka, ožujak 2017.

Urednici

---

1 Skup su sufinancirali Hrvatska zaklada za znanost projektima „Tax Policy and Fiscal Consolidation in Croatia [IP-2013-8174]“ i „Business and Personal Insolvency – the Ways to Overcome Excessive Indebtedness [IP-2013-11-6558]“, Sveučilište u Rijeci projektom „Porezni sustav i ekonomsko-socijalni odnosi hrvatskog društva (13.02.1.2.02.)“, te Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci





prof. dr. sc. Helena Blažić  
izv. prof. dr. sc. Saša Drezgjić

## **prof. dr. sc. IVO SEVER (1937. – 2017.)**

11. veljače 2017. godine u Zagrebu, nakon kraće bolesti, u osamdesetoj godini života, preminuo je prof. dr. sc. Ivo Sever. Iza sebe je ostavio suprugu Vlastu te sina Darka.

Prof. dr. sc. Ivo Sever rođen je 22. lipnja 1937. g. u mjestu Lančić kraj Ivanca u Varaždinskoj županiji. Osnovno školovanje s malom maturom završio je 1952. godine u Ivancu dok je od 1952. do 1956. g. pohađao srednju školu u Karlovcu. Obrazovanje je nastavio u Zagrebu gdje je diplomirao pri Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu na Makroekonomskom smjeru 1961. g. Odmah nakon završetka fakulteta se zaposlio te upisao poslijediplomski studij, smjer Privredni razvoj u Beogradu. Navedeni studij završio je 1972. godine te stekao stupanj magistra znanosti obranivši magistarski rad pod nazivom *Karakteristike individualne potrošnje u Hrvatskoj*. Akademski stupanj doktora znanosti stekao je 1978. godine na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu obranom doktorske disertacije na temu *Osobna potrošnja i ekonomski razvoj – Analiza na primjeru Jugoslavije*.

U razdoblju od 1961. do 1971. godine u Republičkom zavodu za planiranje SR Hrvatske bio je na radnim mjestima od referenta do savjetnika. Od 1971. do 1974. g. bio je ekonomski savjetnik predsjednika Sabora SR Hrvatske. Odmah zatim, do 1982. godine, bio je i ekonomski savjetnik Predsjedništva SR Hrvatske. Od 1982. do 1987. godine zaposlen je u Institutu za javne financije u funkciji savjetnika, a zatim i ravnatelja u razdoblju od dvije godine. Profesor Sever 1987. godine dolazi na Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci kao izvanredni profesor za predmet Javne financije, gdje su mu povjerena i predavanja na kolegijima Kreditno-monetarna teorija i Međunarodne financije.

U okviru svojega rada na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Rijeci, osim navedenih kolegija, prof. dr. sc. Sever bio je nositeljem čitavog niza kolegija iz znanstvene grane Financije i fiskalna politika (Javne financije, Usporedni porezni sustavi i politika, Oporezivanje poduzeća, Upravljanje javnim financiranjem, Financiranje lokalnih investicija). Uz nastavnu aktivnost, profesor Sever imao je izuzetno aktivnu i važnu ulogu i u znanstvenoistraživačkom unaprjeđivanju Fakulteta te je u razdoblju od 1996. do 1998. godine bio prodekan za znanstvenoistraživački rad, a rukovodio je i Znanstvenoistraživačkim centrom Fakulteta. Od 1997. godine je i glavni urednik Zbornika radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci koji je pod njegovim uredništvom postao zapažen časopis citiran u najvažnijim znanstvenoistraživačkim bazama društvenih i ekonomskih znanosti.

Osim toga, profesor Sever bio je dugogodišnji pročelnik Katedre za financije i fiskalnu politiku.

Osim aktivne uloge u unaprjeđenju znanstvenoistraživačkog i nastavnog djelovanja Ekonomskog fakulteta u Rijeci, prof. dr. sc. Sever imao je i važnu ulogu u kreiranju znanstvene misli, osobito u području djelovanja poreznog sustava na ekonomsko-socijalne odnose u hrvatskom društvu. Stoga su i projekti pod pokroviteljstvom Ministarstva znanosti, obrazovanja i športa, na čelu s prof. Severom kao glavnim istraživačem, kontinuirano zauzimali visoko mjesto u pogledu ocjene kvalitete i rezultata. Njegovi radovi te znanstveni skupovi koje je organizirao na tu temu također su imali snažan odjek u znanstvenim krugovima, ali i u hrvatskoj javnosti. Kao član Znanstvenog vijeća za ekonomska istraživanja i hrvatsko gospodarstvo Hrvatske akademije znanosti i umjetnosti (HAZU) mogao je snažno utjecati na orijentaciju hrvatskoga poreznog sustava te društvenih odnosa u cjelini. Svojoj strasti prema znanosti ostao je vjeran do kraja te je zadnje redove sveučilišnog udžbenika *Fiskalna politika*, na kojemu je radio dugi niz godina, napisao krajem prosinca 2017. g.

Kako bi bio u mogućnosti još više djelovati na širenju znanstvenoistraživačkih spoznaja u polju ekonomskih znanosti, profesor Sever, kao jedan od utemeljitelja, zajedno s profesorom Brankom Horvatom, uključio se u osnivanje Znanstvenog društva ekonomista. U prve četiri godine nakon osnivanja Društva bio je tajnik, a od 2007. godine predsjednik navedenoga društva.

Prof. dr. sc. Ivo Sever je u dugogodišnjem znanstvenoistraživačkom djelovanju objavio preko stotinu znanstvenih i stručnih radova, a održao je i brojna predavanja u zemlji i inozemstvu. Bio je glavni istraživač u cijelome nizu projekata čiji su pokrovitelji bili Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa te tijela javne vlasti Republike Hrvatske. Provedba i rezultati navedenih projekata redovito su dobivali najviše znanstvene i stručne ocjene. Od 2007. godine glavni je istraživač u projektu *Strategija ekonomsko-socijalnih odnosa hrvatskog društva* koji je jedan od najbolje ocijenjenih projekata u polju ekonomskih znanosti. U okviru projekata, kao glavni istraživač, prof. Sever angažirao je brojne međunarodne stručnjake pa je tako i omogućio njihov dolazak te brojna predavanja na Ekonomskom fakultetu u Rijeci.

Posebnu pažnju zaslužuje njegov mentorski rad te obrazovanje brojnih diplomanata, magistara te doktora znanosti. Disertacije njegovih kandidata često su objavljivane te redovito izazivale zapažen interes znanstvene i stručne javnosti. Prof. dr. sc. Ivo Sever vodio je računa i o budućnosti Fakulteta i znanstvenoistraživačkog kontinuiteta u svome području te je sva svoja znanja i iskustva nesebično prenosio svojim asistentima, danas redovnoj profesorici dr. sc. Heleni Blažić te izvanrednom profesoru dr. sc. Saši Drezgiću.

Na kraju, posebno je važno istaknuti da je profesor Sever bio strastveni znanstvenik koji je svoju pažnju usmjeravao na pružanje znanstvene i metodološke podloge rješavanju aktualnih i trajnih problema Republike Hrvatske kao i uzdizanju reputacije Zbornika radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, pa tako i Fakulteta kao međunarodnog središta znanstvene aktivnosti. Svojom neizmjernom energijom, voljom i predanošću uspijevao je mobilizirati veliki broj znanstvenika te nastojao formulirati znanstvenu i praktičnu platformu koja bi pomogla nositeljima vlasti u rješavanju razvojnih problema u Republici Hrvatskoj. Pritom je bio nepokolebljiv i postojan u svojim stavovima, uvijek spreman na borbu protiv oportunitizma koji je smatrao jednim od glavnih problema današnje ekonomske struke. Stoga su njegovi stavovi često bili suprotni vladajućoj ekonomskoj misli i praksi, a kako povijest često pokaže, u dugom roku pobjeđuju znanje, logika i objektivnost.

Snagu i dalekovidnost njegove znanstvene misli moguće je opisati jedino citiranjem njegovih zaključaka iz Studije Znanstvenog društva ekonomista koju je koordinirao, a u velikom dijelu i napisao: „Analiza krize, nadalje, pokazuje da moćna analitička i informatička aparatura suvremenog svijeta nije u stanju ponuditi pravodobno ni upozorenje, a nek-moli otkloniti prijetnju. Razlozi te nemoći ne leže primarno u nedostatku znanstveno-tehnoloških mogućnosti, već u duboko podijeljenim materijalnim i političkim interesima svijeta i njihovim ideologijsko-političkim inačicama. Prihvaćajući kako je financijska kriza u toku generirana krizom realnog sektora, dolazi se do zaključka, da ona može biti dugoročno riješena samo restrukturiranjem globalnog sustava u cijelosti. To implicite znači ponuditi odgovore u smjeru doktrinarnih rješenja koja bi osigurala nesmetani razvoj globalnog tržišta, ali i nacionalnu, socijalnu i ekološku ravnotežu u svijetu. Potrebno je istaknuti, premda na prvi pogled izgleda patetično, kako je svaki sustav lišen takvog imperativa osuđen na propast već u začetku. Neoliberalni koncept definitivno je potvrdio svoju nekompetentnost generirajući krizu u tercijarnom sektoru, na isti onaj način na koji je prije njega i keynesijanizam krizom industrijalizacije bio odbačen. Međutim, u vremenu pada Keynesove ideje, ekonomska je znanost imala snažno razvijenu alternativu u liberalnoj ideji s višestoljetnom tradicijom i njenom tada modernom interpretacijom (Hayek, Friedman). Danas, međutim, takva alternativa ne postoji, a ekonomska se misao našla u slijepoj ulici, korumpirana lakoćom interpretacije ekonomskih fenomena nove epohe. Ali koje odgovore ponuditi?“

Ovim citatom čiji kraj nas obvezuje, s tugom u srcu, opraštamo se od velikog čovjeka, humanista i znanstvenika koji je naš svijet, kao i nas same, htio učiniti boljima i velikima.

Počivaj u miru, dragi profesore; ostat ćeš zauvijek u našem sjećanju.

## Popis najznačajnijih radova:

*Fiskalna politika – teorija i politika fiskalne aktivnosti suvremene države*, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci, sveučilišni udžbenik, suautorstvo, 2017. (u procesu publiciranja)

Budget spending and economic growth in Croatia: dynamics and relationships over the past two decades. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: Časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29. 2. 2011., suautorstvo, str. 291-322.

The starting points of new economic policy in the conditions of recession, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, suautor, 27. 2. 2009., str. 217-262.

*Kreirani vanjski javni dug Hrvatske i njegova upotreba*, Znanstveni skup "Hrvatska pred vratima EU. Fiskalni aspekti", HAZU, 2005., str. 125-149.

*Local Investment Financing, Economic Decentralization and Local Government, Faculty of Economics, University of Rijeka / Cleveland State University*, Rijeka, 2004., str. 268-295.

*Koncepcija i strategija socijalnih odnosa u hrvatskom društvu – distribucija dohotka i imovine / Conceptions and Strategies of Social Relations of Development Objectives*, EKONOMIJA/ECONOMICS, godina IX., broj 1, Zagreb, 2003., Croatian Academy of Science and Arts

*Socijalna neravnoteža zahtijeva ekonomsko-fiskalnu politiku državnog intervencionizma*, EKONOMIJA/ECONOMICS, godina VIII., broj 4, Zagreb, 2002., Croatian Academy of Science and Arts, str.769-791.

*Fiskalna politika kapitalističke restauracije i socijalna struktura*, Znanstveni skup *Stabilizacija – participacija – razvoj* povodom 80. obljetnice rođenja akademika Jakova Sirotkovića, profesora emeritusa, objavljeno u: EKONOMIJA, godina VIII., broj 1, Zagreb, 2002., suizdavač HAZU / Croatian Academy of Science and Arts, str.183-197.

*Mogućnosti fiskalne politike u poticanju ciklusa razvoja hrvatskog gospodarstva*, Znanstveni skup "Hrvatska gospodarska kriza i prava zakreta iz recesije u ekonomski razvoj", HAZU, 31. svibnja 2001. godine, objavljeno u: EKONOMIJA, godina VII., broj 1, Zagreb, svibanj 2001., suizdavač HAZU/ Croatian Academy of Science and Arts, str. 157-177.

*Polazišta koncepcije i metoda ekonomske politike za iduće srednjoročno razdoblje*, EKONOMIJA/ECONOMICS, godina VII., broj 1, Zagreb, prosinac 2000., Croatian Academy of Science and Arts, str. 251-266.

*Financijsko-fiskalna aktivnost hrvatske države i gospodarsko-socijalni razvitak*, Zbornik radova: *Tendencije u razvoju financijske aktivnosti države*, Znanstveni skup povodom 100. obljetnice tiskanja knjige Stjepana Posilovića "Financijska znanost", HAZU / *Croatian Academy of Science and Arts*, Odsjek za ekonomska istraživanja, Zavod za povijesne i društvene znanosti, Zagreb, 2000., str. 37-56.

*The Financing of Sports Organisations in Croatia and a Comparison with Slovenia*, *Kinesiologia Slovenica*, Volume 6, Number 1-2, Year 2000, University of Ljubljana, Faculty of Sport, suautorstvo, str. 51-56.

*Ekonomski aspekti sporta i turizma / Economic Aspects of Sport and Tourism*, monografija, urednik/editor: prof. dr. sc. Mato Bartoluci, 2. međunarodna znanstvena konferencija / *2<sup>nd</sup> international scientific conference*, Dubrovnik, Hrvatska/Croatia, 22. – 26. 9. 1999., izdavač/publisher: Fakultet za fizičku kulturu Sveučilišta u Zagrebu / *Faculty of Physical Education of Zagreb*, Zagreb, 1999., 153 stranice; pokrovitelji / *under the patronage of*: UNESCO, Paris – CASA, Zagreb; uključen tekst: *Susutav financiranja sporta u suvremenom tržišnom društvu*, str. 37-44; međunarodna recenzija.

*Impact of tax reliefs and child benefits on family disposable income in Slovenia, Croatia and Austria*, suautorstvo, referirano na *12<sup>th</sup> Annual Conference of the European Society for population Economics*, Amsterdam, 4. – 6. lipnja 1998.

*Porezna oslobođenja i olakšice (porezni poticaji)*, Zbornik radova: *Današnja financijska znanost*, Znanstveni skup povodom 90. obljetnice tiskanja knjige Stjepana Radića, HAZU / *Croatian Academy of Science and Arts*, Odsjek za ekonomska istraživanja, Zavod za povijesne i društvene znanosti, Zagreb, 1998., str. 169-184.

*Financiranje programa djelatnosti kulture grada Rijeke*, studija, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, suautor, Rijeka, 1998., 230 stranica; suautor, napisao: str. 2-7; 8-11; 136-137; 189-203; 204-213 (veći dio), ukupno str. 32 ili 2 a. a.

*Položaj grada Rijeke u konačnoj razdiobi javnih prihoda*, studija, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, rukovoditelj projekta i suautor, listopad 1997., 77 stranica; napisao, razradio koncepciju i metodologiju i napisao 1., 3., 4. i 7. poglavlje s ukupno 31 stranicom ili 2 a. a.

*Dugoročni gospodarski razvitak grada Rijeke*; studija – radna verzija; Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, prosinac 1997.; suautor; 202 stranice; napisao, uz uvod, str. 45-53; 78-80; 96-116; 153-164; ukupno str. 43 ili 2,7 a. a. (dijelom prosudba); jedan od redaktora studije.

- Dugoročni razvoj Ličko-senjske županije 1995.-2015.*, monografija, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, studeni 1997., katalogizacija u publikaciji CIP, Sveučilišna knjižnica Rijeka, UDK 908 (497.5); 200 stranica; recenzirano; napisao u suautorstvu 70 str. (osim kvantitativno-grafičke obrade), i to: 27-83; 127-134; 187-194; jedan od redaktora.
- Family Tax Treatment in Croatia*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, 15 (1997), 2, str. 21-36, suautorstvo.
- Croatian Tax Adjustment to the EU and "Ecosocial Market Economy", Economic System of European Union and Adjustment of the Republic Croatia*, Rijeka, Trieste: Faculty of Economics, Facolta di Economia, 1997., str. 161-175, suautorstvo.
- Restrukturiranje i razvoj tvornice "Torpedo" d. d. Rijeka, I. faza: *Ekspertiza prijedloga plana poslovanja za 1997. godinu*, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, 1997.; rukovoditelj projekta; 49 stranica.
- Croatian Tax Adjustment to the EU and "Ecosocial Market Economy", Economic System of European Union and Adjustment of the Republic of Croatia, First International Conference, University of Rijeka, Faculty of Economics Rijeka – Università degli Studi di Trieste, Facolta di Economia, Rijeka – Trieste, April 24-25, 1997*, suautorstvo, str. 161-175.
- Analiza gospodarskog stanja grada Rijeke I i II*, studija, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, Znanstveno-istraživački centar; rukovoditelj projekta i suautor, Rijeka, studeni 1996., 132 stranice; napisao: str. 41-46; 62-75; 84-102 (suautorstvo); 103-111; suautorstvo u II. knjizi (21 str.), ukupno 65 stranica ili 4 a. a.; koncepcija, vođenje i redakcija.
- Optimalno upravljanje kapitalom i korporacijskim porezom*, RRiF, broj 10/1996., Zagreb, str. 1828-1834., suautorstvo.
- Privatizacija kao temeljna značajka tranzicije u Hrvatskoj – privatizacija u gradu Rijeci, Tranzicija gospodarstva*, Zbornik radova znanstvenog skupa, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Mostaru i Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Mostar 1996., suautor, str. 213-229.
- Učinci upravljanja porezom poduzeća s posebnim osvrtom na mala i srednja poduzeća*, Zbornik radova s međunarodnog znanstvenog skupa *Mala i srednja poduzeća u gospodarskom razvoju*, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, 16. i 17. studeni 1995. godine, suautorstvo.

- Javne financije – Razvoj – Osnove teorije – Analiza*, udžbenik Sveučilišta u Rijeci i Sveučilišta u Splitu, izdavači: Ekonomski fakultet Rijeka i "Tipograf"d. d., grafička djelatnost, Rijeka, 1995., str.448.
- Optimalno oporezivanje potrošnje i troškovi oporezivanja u Republici Hrvatskoj*, suautorstvo, *Financijska praksa*, broj 1/1995.,str. 21-36.
- Optimalna teorija oporezivanja – značajke, svrha i mogućnosti primjene u suvremenim ekonomsko-političkim sustavima donošenja odluka*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, godina 12/2, 1994., suautorstvo, str. 209-219.
- Upravljanje poslovnim i javnim financiranjem – Elementi teorije i analize financijskom imovinom*, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, 1994.; 238 stranica; sveučilišni udžbenik, suautorstvo, str. 146-235.
- Sustav i politika lokalnog financiranja – Prilog teoriji i analizi lokalnih financija (na primjeru Županije primorsko-goranske)*, studija, str. 176, suautorstvo, Ekonomski fakultet Rijeka – Znanstveno-istraživački centar, Rijeka, 1994., str. 1-26; 46-58; 99-107; 133-143.
- Model optimizacije odnosa ekonomske razvijenosti i fiskalnih prihoda u Republici Hrvatskoj – Konstrukcija i testiranje modela*, suautorstvo, *Računovodstvo i financije*, broj 1/1994., str. 128-135.
- Ekonomsko fiskalno obilježje korporacijskog oporezivanja*, suautorstvo *Naša zakonitost*, broj 2-3/1993., str. 235-254.
- Contributi alla teoria e alla prassi della politica economica Jugoslava...*, udžbenik za kolegij *Economia internazionale* u *Centro Interuniversitario Ticinese Lugano*, *Svizzera*; suautorstvo; izdavači: *Universita di Fiume – Facolta di Economia e Commercio* e *Centro Interuniversitario Ticinese di Lugano, Svizzera, Fiume* - Rijeka, 1991., stranica 198; napisao drugi dio: *Financa pubblica*, str.79-153.
- Model optimalnog zadovoljavanja opće i zajedničke potrošnje općine Pag*, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, Institut za ekonomiju i organizaciju, suautorstvo, knjiga I. 83. stranica i dok.; napisao: II. poglavlje, str. 1-54, Rijeka, 1990.
- Optimizacija odnosa ekonomske razvijenosti i javnih (društvenih) prihoda SFRJ*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, 2/1990., str. 129-146.
- Javne potrebe u funkciji društveno-ekonomskog razvoja*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, 1/1990., str. 55-71.
- Prilog teoretskoj i kvantitativnoj analizi javnog duga*, *Finansije*, broj 11-12/1989. str. 673-694.



- Neki teoretsko kvantitativni aspekti deficitnog financiranja javnih izdataka*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, godina 7., 1989., str. 103-121.
- Prilog analizi ekonomskog razvoja i sistema (javnih) društvenih prihoda*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Rijeka, godina 6., Rijeka, 1988., str. 75-89.
- Temeljne značajke funkcioniranja poreznog sistema od posljednje porezne reforme*, objavljeno u: *Ekonomija i socijalističko samoupravno društvo*, Znanstvenoistraživački projekt, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka, 1988., str. 169-194.
- Investicijski elaborat za tvornicu pila i zadrugu u Novim Selima, Općina Omiš, 1986.
- Sistem financiranja razvoja privredno nedovoljno razvijenih krajeva u SR Hrvatskoj*, Zbornik radova Međunarodnog simpozija: *Aktualni problemi financiranja društvenih potreba*, Pravni fakultet Zagreb, knjiga I., 1985., stranica 199-209.
- Investicijski elaborat za tvornicu obuće *Ivančica*, Ivanec, 1985. g.
- Sistem financiranja razvoja privredno nedovoljno razvijenih krajeva u SR Hrvatskoj*. Objavljeno u Zborniku radova Međunarodnog simpozija: *Aktualni problemi financiranja društvenih potreba*, Pravni fakultet Zagreb, knjiga I., 1985., str. 199-209.
- Fiskalna politika općina u oporezivanju poljoprivrede*, Savjetovanje: *Poreski sistem u funkciji ekonomske stabilizacije i unapređenje službi društvenih prihoda*, Novi Sad, 21-23. VI. 1984. Objavio: Institut za javne financije u posebnom izdanju svoga časopisa *Financijska praksa*, god. VIII., 1984., str.134-151.
- Sistemske osnove financiranja općih i zajedničkih potreba u Gradskoj zajednici općina Zagreb* (I. poglavlje, str. 2-24; 48-52); *Osnovni elementi strategije zadovoljavanja općih društvenih i zajedničkih potreba* (IV. poglavlje, str. 82-110). Objavljeno u studiji: *Dugoročni aspekti zadovoljavanja općih društvenih i zajedničkih potreba u gradu Zagrebu*, Institut za javne financije, Zagreb, 1984.
- Pristup financijskoj politici u 1985. godini i djelovanje uprava društvenih prihoda u SR Hrvatskoj*, Savjetovanje predstavnika izvršnih vijeća i uprava društvenih prihoda SR Hrvatske, Opatija, 19. i 20. XI. 1984. g., Institut za javne financije, napisao II. poglavlje (20 str.), Zagreb, studeni 1984.
- Financijska politika općina u SR Hrvatskoj u 1983. godini*, Institut za javne financije. Napisao uvodno razmatranje: *Opći ekonomski okviri financijske politike općina u 1983. godini*, 14 stranica redakcija studije, Zagreb, 1984. godine.

*Materijalni položaj i razvoj društveno-ekonomskih odnosa u djelatnosti kulture*, suautorstvo, *Financijska praksa*, broj 3/1984., str. 27-30.

*Fiskalna politika općina u oporezivanju poljoprivrede, Savjetovanje: Poreski sistem u funkciji ekonomske stabilizacije i unapređenje službi društvenih prihoda*, Novi Sad, 21-23. VI. 1984., objavio Institut za javne financije Zagreb u posebnom izdanju časopisa *Financijska praksa*, god. VIII., 1984., str.139-151., urednik i redaktor materijala *Savjetovanja*.

Uvodna razmatranja (str. 1-18); I. poglavlje *Osnovne odrednice načela solidarnosti i uzajamnosti u pomaganju bržeg razvoja privredno nedovoljno razvijenih krajeva* (str. 19-64); III. poglavlje: *Tokovi financiranja solidarnošću u materijalnoj sferi reprodukcije* (str. 91-115); VII. poglavlje: *Sistem društvenog financiranja i razvoj samoupravnih društveno-ekonomskih odnosa* (str. 175-218). Objavljeno u studiji: *Sistem društvenog financiranja u funkciji razvoja privredno nedovoljno razvijenih općina SR Hrvatske*, Institut za javne financije, Zagreb, prosinac 1983.

*Mogućnosti i metode financiranja razvoja željezničkog prometa*; studija; suautorstvo. Institut za javne financije, Zagreb, 1983., 181 stranica i literatura 2 str. te zasebni zaključci 44 stranice.

*Programska ocjena mogućnosti dugoročnog društveno-ekonomskog razvoja općine (Ivanec)*. Z. O. Varaždin i Općina Ivanec, u knjiži-studiji: *Prostorni plan općine Ivanec*, I. dio, APZ PLAN – Zagreb u suradnji s Institutom za prometne znanosti Zagreb, Geografskim odjelom Prirodoslovno-matematičkog fakulteta Zagreb, Republičkim zavodom za zaštitu prirode -Zagreb, Institutom za povijest umjetnosti Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, I. 1981., str. 60-289.

*Politika, sistem i koncepcija, Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1980.-1981.*, Opatija, 24. i 25. XI. 1980., objavljeno u časopisu *Ekonomist*, broj 4/1980., str. 514-517.

*Koncepcija ekonomske politike u 1979. godini i ostvarivanje privrednog sistema na osnovama Ustava od 1974.*, *Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1978/1979.*, Opatija, 16. i 17. 11. 1978., objavljeno u časopisu *Ekonomist*, broj 4/1978., str. 654-658. *Politika, sistem i koncepcija, Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1980.-1981.*, Opatija, 24. i 25. XI. 1980. objavljeno u časopisu *Ekonomist*, broj 4/1980., str. 514-517.

- Pristup sistemu osobnih potreba u samoupravnom socijalističkom društvu, Ekonomist, broj 3/1979., str. 325-340.*
- Koncepcija ekonomske politike u 1979. godini i ostvarivanje privrednog sistema na osnovama Ustava od 1974., Savjetovanje: Aktualni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Jugoslavije 1978./1979., Opatija 16. i 17. 11. 1978., objavljeno u: Ekonomist, broj 4/1978., str. 654-658.*
- Dugoročna koncepcija razvoja životnog standarda u SR Hrvatskoj, Republički zavod za planiranje, Zagreb, prosinac 1976. godine, 27 stranica i dokumentacija.*
- Osnovna koncepcija razvoja životnog standarda, u knjizi-studiji: Koncepcija razvoja varaždinske regije, Ekonomski fakultet Zagreb, Institut za ekonomska istraživanja, Zagreb, veljača 1975., treća knjiga, str. 99-105.*
- Koncepcija razvoja osobne potrošnje, u knjizi-studiji: Koncepcija razvoja varaždinske regije, Ekonomski fakultet Zagreb, Institut za ekonomska istraživanja, Zagreb, veljača 1975., treća knjiga, str. 1184-1298.*
- Model izračunavanja momenta rješavanja stambenog problema, suautorstvo, Ekonomski pregled, 1-2/1974.*
- Dugoročna koncepcija razvoja životnog standarda u razdoblju 1970. do 2000. godine u SR Hrvatskoj (u okviru dugoročne koncepcije razvoja SR Hrvatske), Razrada globalnih okvira i osnovnih struktura, Republički zavod za planiranje, Zagreb, studeni 1973., 30 stranica i dokumentacija.*
- Pokušaj ocjene stupnja usklađenosti ekonomske razvijenosti i razine i strukture osobne potrošnje u SR Hrvatskoj, Ekonomski pregled, broj 9-10/1972., str. 377-395.*
- Rasponi osobnih dohodaka u jugoslavenskoj privredi, u Zborniku: Stanovništvo, Emigracija i Zaposlenost u Hrvatskoj, izdanje: Ekonomski pregled, Zagreb, 1971., str. 85-106., Savjetovanje u organizaciji Društva ekonomista Hrvatske.*
- Osnova prostornog plana SR Hrvatske, knjiga-studija, Republički zavod za planiranje i Urbanistički institut Hrvatske, autor teksta: Životni standard – predkoncepcija dugoročnog razvoja, 17 stranica, Zagreb, 1971.*
- Ukupna štednja i neto akumulacija od stanovništva u SR Hrvatskoj u razdoblju 1956.-1970., Ekonomski pregled, broj 1-2/1971., str. 24-37.*

*Rasponi osobnih dohodaka u jugoslavenskoj privredi*, Zbornik: *Stanovništvo, Emigracija i Zaposlenost u Hrvatskoj*. Izd.: *Ekonomski pregled*, Zagreb, 1971., str. 85-106., *Savjetovanje* u organizaciji Društva ekonomista Hrvatske.

*Projekcija dugoročnog razvoja osobne potrošnje u SR Hrvatskoj*, *Ekonomski pregled*, broj 11-12/1968., str. 643-661.

*Perspektive razvoja osobne potrošnje u razdoblju do 1970. godine*, studija-elaborat, Republički zavod za planiranje, suautorstvo, Zagreb, srpanj 1964., 83 stranice.

*Metodologija i sadržaj rada u oblasti osobne potrošnje (regionalni aspekt)*, Republički zavod za planiranje, Zagreb, ožujak 1966., 46 stranica i dokumentacija

#### Glavni istraživački projekti:

2007. *Strategija ekonomsko-socijalnih odnosa hrvatskog društva*, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač

2002. – 2006. *Fiskalna politika u funkciji ekonomsko-socijalnog položaja obitelji i populacijskog razvoja*, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač

1996. – 2001. *Porezno opterećenje obitelji*, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač

1992. – 1996. *Ekonomski razvoj i sustav javnih prihoda*, Ministarstvo znanosti, obrazovanja i športa, glavni istraživač

1999. *Financiranje programa djelatnosti kulture grada Rijeke*, (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač

1998. *Dugoročni gospodarski razvitak grada Rijeke* (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač

1998. *Dugoročni razvitak Ličko-senjske županije 1995. – 2015.* (naručitelj: Ličko-senjska županija)

1998. Restrukturiranje i razvoj tvornice "Torpedo" d. d. Rijeka, I. faza: *Ekspertiza prijedloga plana poslovanja za 1997. godinu* (naručitelj: Primorsko-goranska županija), glavni istraživač

1997. *Položaj grada Rijeke u konačnoj razdiobi javnih prihoda* (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač

1996. *Analiza gospodarskog stanja grada Rijeke, I. i II.*, (naručitelj: Poglavarstvo Grada Rijeke), glavni istraživač.



# SADRŽAJ

|                                                                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Anto Bajo i Branimir Stavljenić</b><br>Uvjeti zaduživanja lokalnih jedinica<br>tijekom financijske krize u Hrvatskoj                                                | 23  |
| <b>Paško Burnać</b><br>Teorijska podloga za proučavanje utjecaja<br>fiskalne politike na ekonomski rast: postkejnezijski pristup                                       | 39  |
| <b>Mira Dimitrić, Dunja Škalamera Alilović i Stefan Spasić</b><br>Financijsko vrednovanje i analiza akvizicije<br>– primjer: Atlantic grupa d.d. i Droga Kolinska d.d. | 55  |
| <b>Roberto Ercegovac i Zrinka Buljan</b><br>Poslovanje bankarskog sektora u<br>uvjetima nekonvencionalne monetarne politike                                            | 71  |
| <b>Maja Grdinić, Tomislav Korenić i Helena Blažić</b><br>Uloga ekoloških poreza u politici<br>zaštite okoliša država članica Europske unije                            | 85  |
| <b>Sabina Hodžić i Sabina Arnautović</b><br>Perspektiva ekoloških poreza u Europskoj uniji                                                                             | 103 |
| <b>Domagoj Karačić i Mario Raič</b><br>Upravljanje državnom imovinom<br>u okvirima fiskalne odgovornosti                                                               | 117 |
| <b>Iris Lončar, Zrinka Golemac i Ana Arapović</b><br>Rezultira li srednjoškolsko obrazovanje<br>zadovoljavajućom razinom financijskog znanja?                          | 137 |
| <b>Martina Nakić</b><br>Politika budućih smjernica središnjih banaka                                                                                                   | 153 |
| <b>Dražen Novaković i Domagoj Sajter</b><br>Komparativna analiza mirovinskih fondova u Hrvatskoj i Europi                                                              | 169 |
| <b>Bojana Olgić Draženović</b><br>Oporezivanje financijskog sektora u zemljama Europske unije                                                                          | 185 |
| <b>Bojana Olgić Draženović, Doris Živić i Monika Vuković</b><br>Bankovna unija- mjera očuvanja fiskalne održivosti EU-a                                                | 199 |

|                                                                                                                         |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Sandra Pepur, Ljiljana Vidučić i Mija Vuković</b>                                                                    |     |
| Obilježja poduzeća kao odrednice<br>financijske strukture – analiza malih i srednjih poduzeća                           | 213 |
| <b>Anita Radman Peša, Marko Lukavac i Zdenko Prohaska</b>                                                               |     |
| Važnost internih i eksternih mehanizama korporativnog<br>upravljanja za društveno odgovorno i održivo poslovanje banaka | 227 |
| <b>Marko Primorac i Anja Galić</b>                                                                                      |     |
| Fiskalni rizici i financijsko poslovanje<br>željezničkih poduzeća u vlasništvu Republike Hrvatske                       | 253 |
| <b>Hrvoje Šimović i Antonia Batur</b>                                                                                   |     |
| Fiskalna održivost i održivost javnog duga u Hrvatskoj                                                                  | 271 |
| <b>Nika Šimurina i Matej Bule</b>                                                                                       |     |
| Komparativna analiza učinaka fiskalnog<br>pravila na fiskalnu disciplinu zemalja članica EU-10                          | 289 |
| <b>Josip Visković i Mila Katavić</b>                                                                                    |     |
| Determinante kreditnog rejtinga zemalja Europske unije                                                                  | 305 |
| <b>Luka Vladović, Vesna Vela i Marija Šimić Šarić</b>                                                                   |     |
| Promjene na neformalnom tržištu rizičnog kapitala u Europi                                                              | 323 |
| <b>Ivana Vukava i Ana Rimac Smiljanić</b>                                                                               |     |
| Financijska pismenost studenata u Republici Hrvatskoj                                                                   | 339 |

Dražen Novaković, mag. oec.  
Ekonomski fakultet Sveučilišta J. J. Strossmayera u Osijeku  
E-mail: dnovakov@efos.hr

izv. prof. dr. sc. Domagoj Sajter  
Ekonomski fakultet Sveučilišta J. J. Strossmayera u Osijeku  
E-mail: sajter@efos.hr

## KOMPARATIVNA ANALIZA MIROVINSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ I EUROPI

### SAŽETAK

Jedna od ključnih stavki svake ekonomije, pa tako i hrvatske, svakako su mirovinski fondovi. Poznato je da je mirovinski sustav u Hrvatskoj “napregnut”, odnosno da je odnos broja zaposlenih i broja umirovljenika u dugoročnom nepovoljnom trendu. Međutim, za razliku od većine prethodnih istraživanja koja se bave mirovinskim sustavima, ovaj se rad nije usredotočio na demografske indikatore već se usmjerio na dosadašnje poslovanje mirovinskih fondova u vidu usporedbe sa stanjem u Hrvatskoj sličnim zemljama. Na temelju provedene analize može se zaključiti kako u odnosu na promatrane zemlje hrvatski mirovinski fondovi raspoložu znatnom vrijednošću akumulirane imovine, relativno i apsolutno gledano visokim doprinosima te ostvaruju relativno niske operativne troškove uz relativno visoke, ali varijabilne prinose. Kako u strukturi ulaganja prevladavaju obveznice, riječ je o jednom od konzervativnijih pristupa vođenju portfelja. Velike razlike u strukturi ulaganja nameću pitanje usporedivosti nekih od pokazatelja što vodi ka pitanju postavljanja adekvatnog mjerila uspješnosti (*benchmarka*) koji bi bio prilagođen svakoj zemlji ili svakom mirovinskom fondu u skladu s njegovom ulagačkom strategijom.

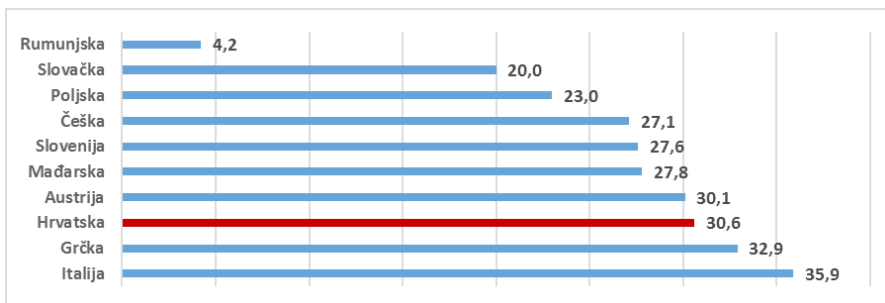
**Ključne riječi:** mirovinski fondovi, komparativna analiza, uspješnost, Hrvatska

### 1. Uvod

Poznato je da je mirovinski sustav u Hrvatskoj “napregnut”, odnosno da je odnos broja zaposlenih i broja umirovljenika u dugoročnom nepovoljnom trendu. Prema podacima Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD) prikazanim na grafikonu 1., na svakog radno sposobnog stanovnika u Hrvatskoj dolazi 0,3 stanovnika starijih od 65 godina. Činjenica da je u većini usporedivih europskih zemalja situacija vrlo slična ne pruža nikakvu utjehu nego ukazuje na ozbiljnost problema na razini cijele Europe. Nimalo pozitivniji zaključak ne omogućuju ni stope zamjene (omjeri mirovine i plaće) u promatranim zemljama, koje su korisne u kontekstu socijalne politike. Naime, prosječan hrvatski građanin je već 2012. godine odlaskom u mirovinu prepolovio svoja neto primanja, smjestivši Hrvatsku na začelje među europskim zemljama. No, prema izraču-



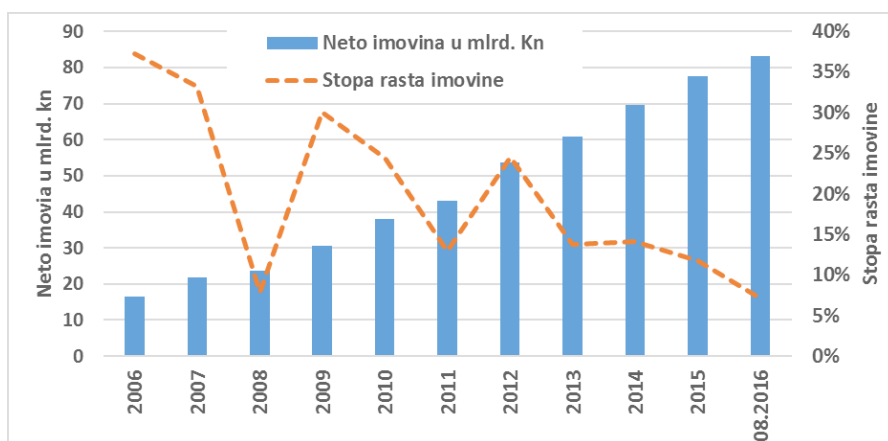
nima Ekonomskoga instituta Zagreb (Nestić, Tomić, 2012), taj ionako loš odnos će se s vremenom dodatno pogoršavati.



**Grafikon 1.** Postotak stanovništva starijeg od 65 godina u odnosu na stanovništvo između 20 i 64 godine 2014. godine

Izvor: OECD

Međutim, ovaj rad se ne usredotočuje na negativne demografske indikatore, već svoj fokus usmjerava ka poslovanju mirovinskih fondova. Prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA-e), ukupan broj mirovinskih fondova je u Hrvatskoj s vremenom dostigao sadašnju brojku od 35 obveznih i dobrovoljnih fondova (zadnje povećanje 2014. godine rezultat je reforme i podjele svakoga od četiri obvezna mirovinska fonda na kategorije A, B i C) koji danas imaju više od 2 milijuna članova. Što se tiče stope rasta članstva, ona je s vremenom padala zbog povećanja ukupnog broja članova dok se istovremeno broj novih članova smanjivao, ponajprije zbog nepovoljne gospodarske situacije u Hrvatskoj izazvane krizom. Njena razina trenutno stagnira, a hoće li se stagnacija nastaviti, ovisi kako o demografskim tako i o ekonomskim prilikama u zemlji narednih godina.

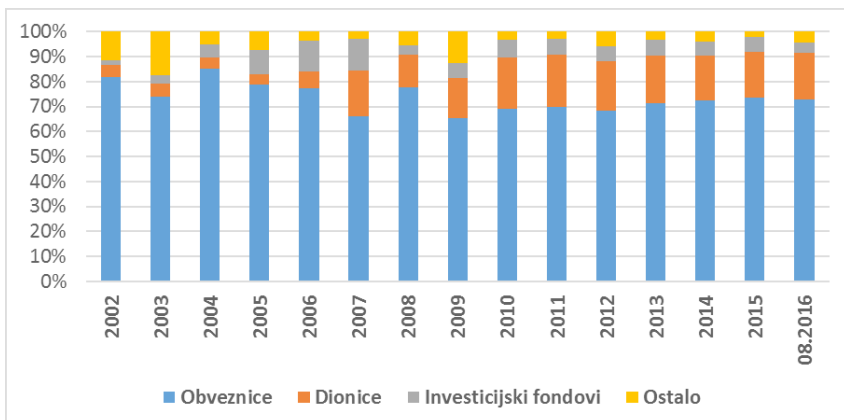


**Grafikon 2.** Neto imovina i godišnja stopa rasta mirovinskih fondova u Hrvatskoj, u milijardama kuna na kraju razdoblja

Izvor: HANFA

Također, veličina imovine kojom raspolažu čini mirovinske fondove atraktivnima u vidu resursa za rješavanje kratkoročnih i srednjoročnih proračunskih deficita. No takvim idejama, kako u Europi, tako i Hrvatskoj, najčešće ne prethode detaljnije analize. Ono što je sigurno jest činjenica kako mirovinski fondovi u Hrvatskoj trenutno raspolažu neto imovinom vrijednom više od 83 milijarde kuna. Prema podacima na grafikonu 2. vidljivo je kako stopa rasta imovine opada što je uvjetovano s nekoliko različitih čimbenika. Kao prvo, gospodarska kriza se odrazila na broj zaposlenih, a time i na broj članova mirovinskih fondova. Izravna posljedica ovoga smanjenja su niža nova izdvajanja u mirovinske fondove što dovodi do usporavanja rasta njihove imovine. Nadalje, treba imati na umu da su hrvatski mirovinski fondovi još mladi te je prijašnji snažan rast neto imovine bio ponajprije rezultat konstantne akumulacije kapitala sadašnjih zaposlenika uz vrlo mala potraživanja od strane zaposlenika koji su odlazili u mirovinu. Drugim riječima, u godinama nakon reforme, broj članova fondova je konstantno rastao jer su se uključivali novozaposleni, a gotovo nitko nije odlazio u mirovinu zbog specifične dobne strukture prvih članova fondova. Ova situacija se s vremenom polako mijenja. Konačno, važno je uočiti i nagli pad vrijednosti neto imovine iz 2008. godine koji je rezultat pada vrijednosti portfelja mirovinskih fondova zbog svjetskog financijskog kolapsa. S vremenom će stopa rasta neto imovine ovisiti pretežno o ulagačkoj politici pojedinog fonda, uz pretpostavku kako će se dolazak novih i odlazak starih članova ujednačiti.

Kada je riječ o strukturi ulaganja hrvatskih mirovinskih fondova, značajno prevladava domaća imovina s udjelom od oko 90%, i to pretežno obveznice (grafikon 3.). Ovo je prvenstveno posljedica zakonskog okvira koji propisuje koliko mirovinski fond može ulagati u oblike imovine različite rizičnosti. U grafikonu 3. u obveznice su ubrojene domaće i inozemne državne, korporativne i municipalne obveznice, a u investicijske fondove domaći i inozemni otvoreni i zatvoreni fondovi.



**Grafikon 3.** Struktura ukupne imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj  
Izvor: HANFA

Detaljnija analiza strukture domaće imovine mirovinskih fondova prikazane na grafikonu 10. pokazuje kako hrvatske državne obveznice čine preko 80% portfelja. Pri spomenutoj analizi u kategoriji „ostala domaća imovina“ najvećim se dijelom nalaze korporativne obveznice i udjeli u investicijskim fondovima (UCITS i AF). S druge pak strane, u strukturi inozemne imovine hrvatskih mirovinskih fondova prikazane na grafikonu 11., nakon oscilacija u prošlom desetljeću, dionice čine značajno najveći dio portfelja. U kategoriji „ostalo u inozemnoj imovini“ najvećim su se dijelom povijesno nalazile državne i korporativne obveznice, dok su se u novije vrijeme ulaganja mirovinskih fondova u strane obveznice svela na nulu zbog negativnih prinosa emitenata ovih obveznica.

## 2. Pregled postojeće literature

Mirovinski fondovi u Republici Hrvatskoj najčešće se promatraju u širem kontekstu – kao dio mirovinskog sustava, uglavnom s aspekta socijalne politike. Bakić (2000) je u razdoblju prije reforme mirovinskog sustava ukazao na moguće probleme koji se mogu pojaviti u budućem djelovanju novoga sustava. Puljiz obrađuje mirovinski sustav u nizu radova (npr. 2007, 2011). U jednom od tih radova, Puljiz (2011) navodi kako su neki od glavnih izazova današnjih mirovinskih sustava širom svijeta demografske promjene poput starenja stanovništva, rastuća kompetitivnost na svjetskoj razini, promjene na tržištu rada i otpor koji se pruža reformama postojećeg stanja. Bejaković (2012) navodi kako su na hrvatsku mirovinsku reformu značajno utjecale one provedene u Poljskoj i Mađarskoj. S druge strane, Slovenija i Češka su uvele samo dobrovoljnu mirovinsku štednju, a Slovačka, Mađarska i Poljska su s vremenom izvršile značajne preinake ili demontiranje provedenih reformi (Puljiz, 2011), iako se čini kako je primarni motiv ovih poteza bila kratkoročna fiskalna konsolidacija (Rudolph *et al.*, 2010) bez prethodno provedene dublje analize. Vukorepa je, u disertaciji koju je prezentirala kroz monografiju (2012), ekstenzivno obradila sustav mirovinskog osiguranja te je četvrto poglavlje posvetila mirovinskim fondovima, njihovim sustavima upravljanja rizicima i troškovima.

S druge strane, malobrojna su istraživanja koja se detaljnije bave samim poslovanjem hrvatskih mirovinskih fondova. Barac i Latković (2000) fokusirali su se na pitanja diversifikacije portfelja mirovinskih fondova te ukazali na potrebu veće alokacije sredstava na međunarodnom tržištu. Bakić (2002) je analizirao ograničenja ulaganja mirovinskih fondova te primjerenost povezanih tehničkih odredbi poput zajamčenog prinosa i referentne stope. Čulinović Herc i Jurić (2008) dali su općeniti uvid u poslovanje mirovinskih fondova. Iste su godine – u kontekstu globalne financijske krize – Potočnjak i Vukorepa (2008) analizirali načine upravljanja rizikom i zaštite imovine mirovinskih fondova od rizika negativnog ili nedostatnog prinosa. Latković i Liker (2009) su izračunali kako bi godišnji realni prinos mirovinskih fondova u Hrvatskoj trebao biti 3,22%. Svoje

izračune su temeljili na prinosima vrijednosnica na razvijenijim tržištima, ali su projekciju korigirali uzevši u obzir činjenice da hrvatski mirovinski fondovi ulažu u rizičniju domaću imovinu i imaju relativno konzervativan portfelj. Bahovec *et al.*, (2011) istraživali su koncentraciju u djelatnosti mirovinskih fondova te uočili blago rastuće pokazatelje koncentracije ukupne imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj. Bejaković (2012) je izračunao kako je prosječni godišnji prinos mirovinskih fondova bio 5,49%, što je 2,7% više od inflacije te time i više od željenog prinosa pri uvođenju reforme (2% iznad inflacije). On isto tvrdi kako su ti prinosi među višima u regiji i Europi. On smatra „očiglednim“ kako postoji prostor za smanjenje naknada (troškova) za poslovanje fondova, a „nužnim“ potrebu povećanja obvezne stope izdvajanja. Također je predložio podjelu imovine u tri podportfelja, što je i izvedeno u reformi mirovinskog sustava 2014. godine. Novaković (2015) je na hrvatske mirovinske fondove primijenio uobičajene mjere uspješnosti prilagođene za rizik poput Sharpeovog i Sortinovog omjera te zaključio kako hrvatski mirovinski fondovi nadilaze prinos portfelja sastavljenog od indeksa CROBEX i CROBIS koji je služio kao referentna vrijednost. Matek i Radaković (2015) su analizirali aktivni menadžment hrvatskih obveznih mirovinskih fondova te zaključili kako su menadžeri portfelja svojim aktivnim upravljačkim odlukama ostvarili dodatan prinos na portfelj. Konačno, Matek *et al.*, (2016) su također računali uspješnost mirovinskih fondova preko mjera prilagođenih za rizik i zaključili kako fondovi dostižu ciljeve u obliku bezrizične kamatne stope ili određenog mjerila (*benchmarka*).

Iz svega navedenog može se zaključiti kako je poslovanje mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj područje koje je nedovoljno obrađeno, posebno gledano u kontekstu međunarodne usporedbe kretanja ključnih pokazatelja, te bi u njemu istraživači mogli iznijeti nove doprinose.

### 3. Metodologija i podaci

Budući da je cilj ovoga rada analizirati poslovanje mirovinskih fondova i kretanje njihovih ključnih pokazatelja u međunarodnom kontekstu, bilo je važno odabrati mirovinske fondove onih zemalja koje su po svojim karakteristikama međusobno slične i zanimljive za usporedbu s Hrvatskom. Stoga su uz hrvatske mirovinske fondove analizirani mirovinski fondovi u europskim državama koje su Hrvatskoj bliske s geografskog aspekta, onog ekonomskog (na usporedivom su stupnju razvoja) ili onom socio-ekonomskom (postkomunističke zemlje). Stoga su za analizu odabrani mirovinski fondovi Austrije, Bugarske, Češke, Grčke, Italije, Mađarske, Poljske, Rumunjske, Slovačke, Slovenije i Srbije.

Glavni izvori podataka za izradu ovoga rada su baze podataka o mirovinskim sustavima Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj (*Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD*) te baze poda-

taka i godišnja izvješća Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA). Osim ovih glavnih izvora, korišteni su i podaci Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (*European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA), Statističkoga ureda Europskih zajednica (Eurostat) i Hrvatske narodne banke (HNB). Kako korišteni izvori podataka uglavnom nude općenite podatke, većina u radu prikazanih pokazatelja rezultat je izračuna autora. Autori su preuzete općenite podatke statistički obradili dok su u izračunu ključnih pokazatelja često kombinirali više različitih izvora jer su vrlo često problem bili nepotpuni podaci pojedinog izvora ili što isti izvor nije pružao sve potrebne informacije za izračun određenog pokazatelja. Primjerice, EIOPA ne isporučuje podatke za Češku, Mađarsku i Srbiju. Stoga u pojedinim izračunima nisu prikazane sve prethodno navedene zemlje.

Od pokazatelja zanimljivih za komparativnu analizu, u ovome radu su izabrani sljedeći. Promatrano je kretanje ukupne imovine mirovinskih fondova u analiziranom razdoblju od 2010. do 2014. godine, što je zadnja godina za koju su dostupni svi podaci. Osim ukupne promjene vrijednosti imovine, izračunat je zanimljiv podatak o vrijednosti imovine po zaposlenom koji usporedbu čini svrsishodnijom. Osim same promjene, koristan je pokazatelj i odnos imovine mirovinskih fondova prema bruto domaćem proizvodu te odnos doprinosa (izdvajanja) u mirovinske fondove u odnosu na bruto domaći proizvod. Kada se pogledaju ova izdvajanja u hrvatske mirovinske fondove u odnosu na iste podatke u usporedivim europskim zemljama, ali po zaposlenom, opet nastaje zanimljiv i komparabilan pokazatelj. Svakako zanimljiv pokazatelj za usporednu analizu su i ostvareni prinosi mirovinskih fondova, no ne samo oni, nego i ekonomičnost poslovanja koju pokazuju operativni troškovi koji su zabilježeni u ostvarivanju navedenih prinosa. Konačno, neizostavno je promatrana i struktura ulaganja mirovinskih fondova.

#### 4. Rezultati

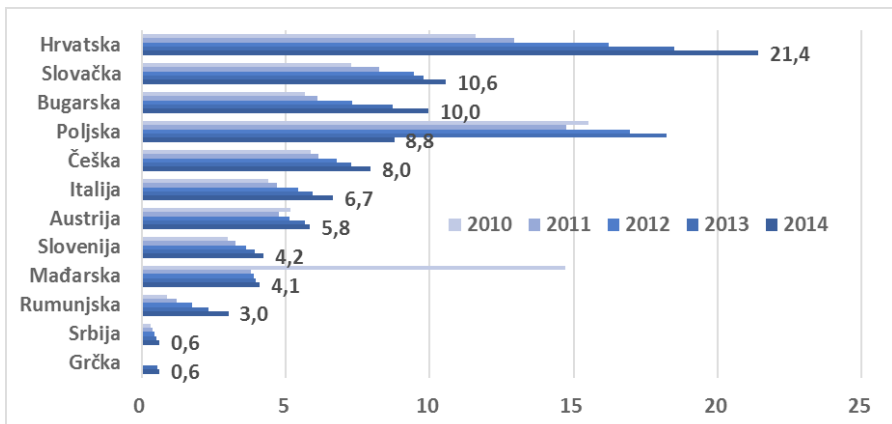
Budući da su mirovinski fondovi relativno nova pojava u većini promatranih zemalja, posebno onim postkomunističkim, može se očekivati da je njihov rad u prvim desetljećima od uvođenja obilježila značajna akumulacija kapitala. Razlog ovome očekivanome rastu imovine mirovinskih fondova je činjenica da se u prvim godinama bilježi mnogo više novih članova u odnosu na broj članova koji prestaju raditi i odlaze u mirovinu. Kako su uplate u mirovinske fondove značajno veće od isplata po mirovinama, ukupna imovina mirovinskih fondova brzo raste. Ovakvo se kretanje može vidjeti i na podacima iz tablice 1., koja donosi vrijednost imovine mirovinskih fondova u promatranim zemljama 2010. i 2014. godine. Očito je kako sve promatrane zemlje bilježe rast imovine, osim Poljske. Poljski je slučaj specifičan jer je Poljska svoju mirovinsku reformu zaustavila tako što je prvo smanjila izdvajanja u mirovinske fondove, a

nakon toga je i povukla značajan dio sredstava iz mirovinskih fondova natrag u sustav međugeneracijske solidarnosti. Sve ostale zemlje bilježe rast vrijednosti imovine mirovinskih fondova koji je vrlo različit u apsolutnim iznosima jer je riječ o vrlo različitim ekonomijama kada je riječ o visini bruto domaćeg proizvoda, broja zaposlenih i dužini postojanja mirovinskih fondova. Tako se u Hrvatskoj vrijednost imovine mirovinskih fondova povećala s 5,2 na 9,2 milijardi eura.

| Država    | Ukupna imovina mirovinskih fondova, početno razdoblje |           | Ukupna imovina mirovinskih fondova, završno razdoblje |            | Imovina fonda po zaposlenom (2014., u €) |
|-----------|-------------------------------------------------------|-----------|-------------------------------------------------------|------------|------------------------------------------|
|           | godina                                                | u mil. €  | godina                                                | u mil. €   |                                          |
| Hrvatska  | 2010.                                                 | 5.225,45  | 2014.                                                 | 9.200,69   | 5.875                                    |
| Italija   | 2010.                                                 | 70.759,09 | 2014.                                                 | 107.884,97 | 4.842                                    |
| Austrija  | 2010.                                                 | 15.238,13 | 2014.                                                 | 19.260,04  | 4.683                                    |
| Slovačka  | 2010.                                                 | 4.908,82  | 2014.                                                 | 8.021,46   | 3.355                                    |
| Slovenija | 2010.                                                 | 1.086,12  | 2014.                                                 | 1.578,04   | 2.017                                    |
| Poljska   | 2010.                                                 | 56.124,63 | 2014.                                                 | 36.032,10  | 1.487                                    |
| Rumunjska | 2010.                                                 | 1.128,04  | 2014.                                                 | 4.530,27   | 1.024                                    |

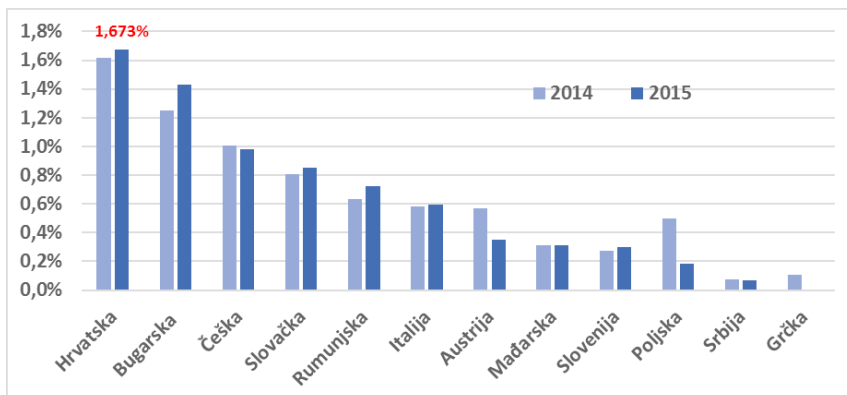
**Tablica 1.** Imovina mirovinskih fondova u odabranim europskim državama  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a, Eurostata, EIOPA-e

Međutim, mnogo je zanimljiviji pokazatelj izračunat u posljednjem stupcu tablice 1. Naime, vrijednost imovine mirovinskih fondova po zaposlenom omogućuje usporedbu među zemljama jer otklanja problem razlika u broju stanovnika i zaposlenih. Tako Hrvatska zauzima vodeće mjesto među promatranim zemljama s preko 5.800 eura imovine mirovinskih fondova po zaposlenom. No, kada se pogleda još jedan relativni pokazatelj primjeren za usporednu analizu – vrijednost imovine mirovinskih fondova kao postotak bruto domaćeg proizvoda na grafikonu 4., Hrvatska opet zauzima vodeće mjesto s preko 21%. Osim toga, Hrvatska bilježi i najbrži rast ovog pokazatelja. Činjenica da je u mirovinskim fondovima pohranjeno više od petine vrijednosti bruto domaćeg proizvoda čini ih vrlo važnim čimbenikom ne samo na tržištu kapitala nego i u ukupnom gospodarstvu.



**Grafikon 4.** Imovina mirovinskih fondova kao postotak BDP-a  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a

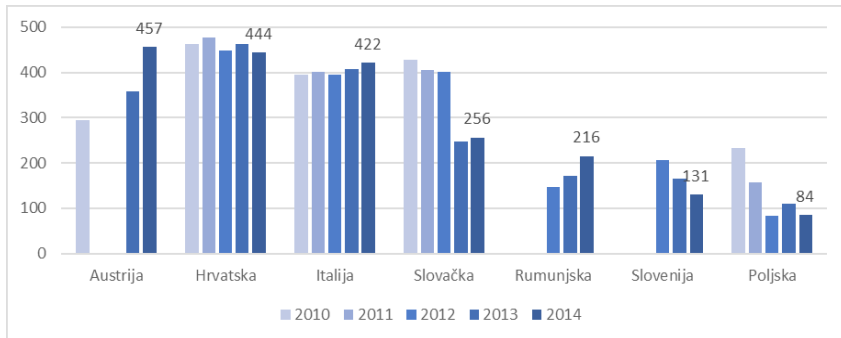
Činjenica je da je tako visoka vrijednost imovine primamljiva i kao potencijalan način pokrivanja proračunskog deficita ili javnog duga. Iz grafikona 4. se vidi da samo Poljska i Mađarska bilježe pad visine imovine mirovinskih fondova u usporedbi s bruto domaćim proizvodom. Kao što je prethodno spomenuto, Poljska je 2014. godine povukla dio imovine mirovinskih fondova i stavila ga pod nadzor države dok je Mađarska 2011. godine provela još radikalniju reformu te pod državni nadzor stavila najveći dio imovine mirovinskih fondova. Sve ostale zemlje bilježe rast vrijednosti imovine. Ovaj rast je najsporiji u Grčkoj budući da je ona tek 2008. godine uvela mirovinske fondove u svoj mirovinski sustav. Što se Hrvatske tiče, ovaj se rezultat može djelomično pripisati relativno kratkom periodu postojanja mirovinskih fondova koji još uvijek značajno više imovine prikupljaju nego što isplaćuju pa je trenutni saldo vrlo visok. No, mnogo važniji razlog zašto su hrvatski mirovinski fondovi tako brzo došli do vodećeg mjesta među promatranim zemljama kada je riječ o imovini kao postotku BDP-a krije se u visini doprinosa u mirovinske fondove koja je prikazana na grafikonu 5. Doprinosi (izdvajanja) zaposlenih u hrvatske mirovinske fondove čini visokih 1,673% bruto domaćeg proizvoda, po čemu je Hrvatska opet vodeća među promatranim zemljama. Zemlje u kojima su mirovinski fondovi prisutni dulji vremenski period, poput Italije i Austrije, izdvajaju godišnje mnogo manje kada se gleda relativni iznos. Također, očito je kako je spori grčki rast imovine mirovinskih fondova prouzrokovan i vrlo malim izdvajanjima u fondove.



**Grafikon 5.** Doprinosi u mirovinske fondove kao postotak BDP-a  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a

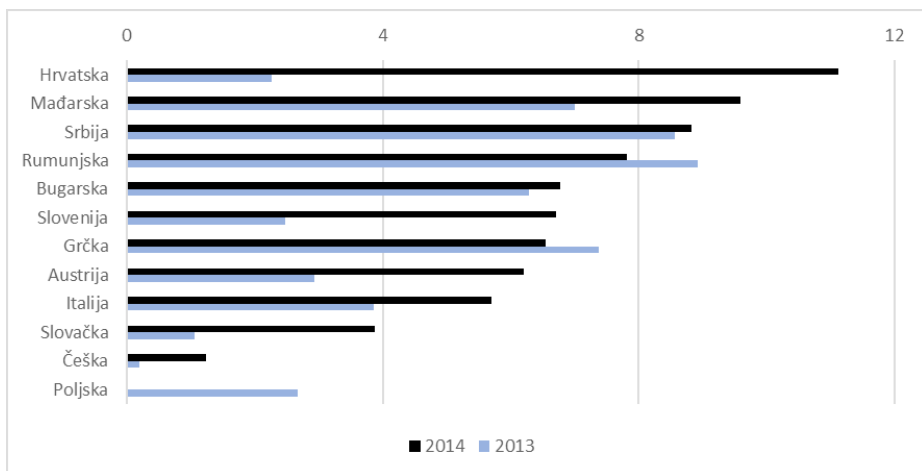
Iako je Hrvatska vodeća zemlja po doprinosima u mirovinske fondove gledano relativno, ona nimalo ne zaostaje ni kada su u pitanju apsolutni iznosi koji su izračunati i prikazani na grafikonu 6. Tako prosječni hrvatski osiguranik (zaposlena osoba) godišnje izdvaja oko 440 eura u mirovinske fondove, čime je u rangu razvijenijih zemalja poput Austrije i Italije. Ovdje je zanimljivo primijetiti kako su ova izdvajanja uglavnom stabilna kroz vrijeme, dok je u isto to promatrano vrijeme hrvatski bruto domaći proizvod padao. Ovo je još jedan razlog zašto su mirovinski fondovi

tako brzo došli do visoke vrijednosti imovine gledane kao postotak bruto domaćeg proizvoda.



**Grafikon 6.** Doprinosi u mirovinske fondove po zaposlenom u eurima  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a, Eurostata, HANFA-e, HNB-a, EIOPA-e

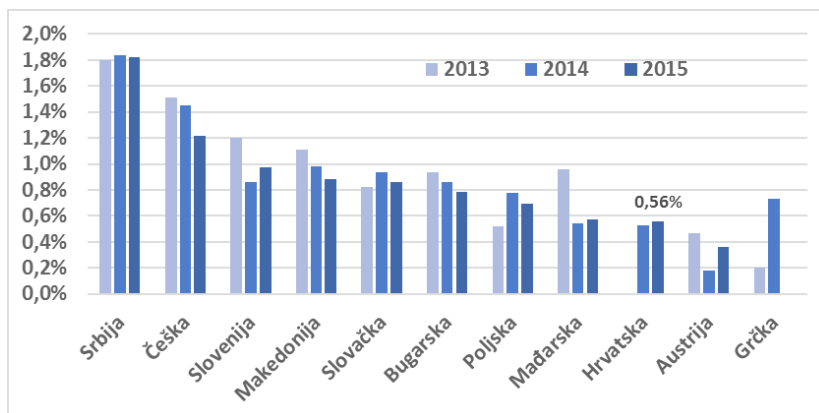
Jedan od najzanimljivijih pokazatelja rada mirovinskih fondova svakako su prinosi koji su mirovinski fondovi ostvarili na imovinu koja im je povjerenjena od strane osiguranika (zaposlenih). Prema podacima na grafikonu 7., hrvatski mirovinski fondovi ostvarili su 2014. godine najviši realni godišnji prinos među promatranim zemljama od preko 11%. Međutim, godinu ranije, ostvarili su jedan od najnižih prinosa čime su uvjerljivo najvarijabilniji među promatranim zemljama. Međutim, kada se promotri duža vremenska serija, hrvatski fondovi ostvaruju prosječne ili iznadprosječne prinose uz prosječnu varijabilnost.



**Grafikon 7.** Realni godišnji prinosi mirovinskih fondova u odabranim zemljama  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a, HNB-a, HANFA-e

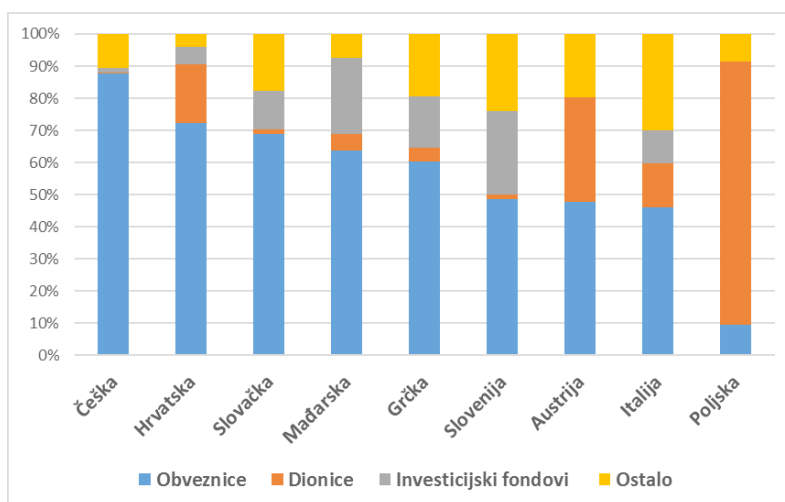
Visok prinos u 2014. godini rezultat je snažnog rasta vrijednosti hrvatskih državnih obveznica koje čine značajan dio portfelja hrvatskih mirovinskih fondova, o čemu će biti riječi kasnije.





**Grafikon 8.** Operativni troškovi fondova kao postotak ukupne imovine  
Izvor: izračun autora prema podacima iz OECD-a

Prethodno spomenuti prinosi ne govore mnogo ako se ne analizira i uz kakve su troškove ostvareni. Stoga su na grafikonu 8. prikazani operativni troškovi fondova kao postotak ukupne imovine kojom fondovi upravljaju. Društva za upravljanje mirovinskim fondovima u svom radu bilježe troškove upravljanja fondom poput transakcijskih troškova, troškova agenata prodaje i marketinga te troškove poslovanja samog društva poput materijalnih troškova, troškova osoblja, amortizacije i rezerviranja. Kada se pogledaju rezultati analize, očito je kako hrvatski mirovinski fondovi, odnosno društva koja njima upravljaju, troše relativno malo (0,56% vrijednosti imovine) za upravljanje imovinom u odnosu na ostale promatrane zemlje. Kada se taj podatak stavi u kontekst relativno visokih prinosa koje hrvatski fondovi ostvaruju, može se zaključiti kako posluju uspješno i donose vrijednost za osiguranike koju relativno malo naplaćuju.



**Grafikon 9.** Struktura ulaganja mirovinskih fondova u odabranim državama u 2014. godini

Izvor: izračun autora prema podacima iz HANFA-e, OECD-a

Konačno, vrlo važan element u analizi poslovanja svakog subjekta na financijskom tržištu, pa tako i mirovinskih fondova, je struktura ulaganja. Naime, promatrani ostvareni prinosi i s njima povezani troškovi značajno ovise o strukturi portfelja, odnosno ulagačkoj politici fonda. Ona je u slučaju Hrvatske, a i drugih zemalja, djelomično definirana zakonskim propisima o ograničenju ulaganja, ali menadžment fonda još uvijek ima određenu slobodu u izboru vrijednosnica u koje će uložiti. Tako podaci u grafikonu 9. pokazuju kako češki mirovinski fondovi ulažu u obveznice mnogo više, čak i u odnosu na hrvatske mirovinske fondove, a posebno u odnosu na one talijanske i poljske koji pretežno ulažu u dionice. Ovako velike razlike u strukturi portfelja mirovinskih fondova promatranih zemalja upućuju na zaključak kako obična usporedba ostvarenih prinosa i troškova ne govori ništa bez uzimanja u obzir strukture ulaganja.

## 5. Zaključak

Hrvatski i europski mirovinski sustavi već se dugi niz godina suočavaju sa sve većim problemom demografskih promjena i svojom upitnom održivosti. Ovaj problem nema jednostavno i univerzalno rješenje te se bilježe brojni pokušaji traženja održivog modela mirovinskog sustava. Tako je mirovinskom reformom u Hrvatskoj uveden drugi stup mirovinskog osiguranja u vidu individualne štednje u mirovinskim fondovima. Dosadašnje poslovanje mirovinskih fondova u Hrvatskoj nije dovoljno analizirano, djelomično zbog vremenskog intervala od početka njihovog djelovanja 2002. godine do danas, koji je relativno kratak. Međutim, ovaj rad je pokušao dati uvid u njihovo dosadašnje poslovanje u vidu usporedbe sa stanjem u Hrvatskoj sličnim zemljama.

Na temelju provedene analize može se zaključiti da hrvatski mirovinski fondovi raspolažu znatnom vrijednošću imovine koja čini preko 21% hrvatskog bruto domaćeg proizvoda, što ih u krugu promatranih zemalja čini vodećima po snazi u domaćem gospodarstvu. Ovu njihovu financijsku snagu svakako treba ozbiljno shvatiti. Osim visoke vrijednosti akumulirane imovine, hrvatski mirovinski fondovi su vodeći i u relativnim i u apsolutnim izdvajanjima (doprinosima) koje osiguranici u njih uplaćuju. Nadalje, budući da ostvaruju relativno niske operativne troškove uz relativno visoke, ali varijabilne prinose, može se zaključiti kako osiguranicima pružaju jednu od boljih usluga u odnosu na promatrane zemlje. Konačno, kako u strukturi ulaganja prevladavaju obveznice, što je i zakonski regulirano, može se zaključiti kako je riječ o jednom od najkonzervativnijih pristupa vođenju portfelja po pitanju rizika među promatranim zemljama.

Upravo iz pitanja strukture ulaganja proizlazi glavni smjer djelovanja budućih istraživanja na ovu temu. Naime, kako su razlike u strukturi ulaganja velike među mirovinskim fondovima u promatranim zemljama, postavlja se pitanje usporedivosti nekih od pokazatelja analiziranih u ovom

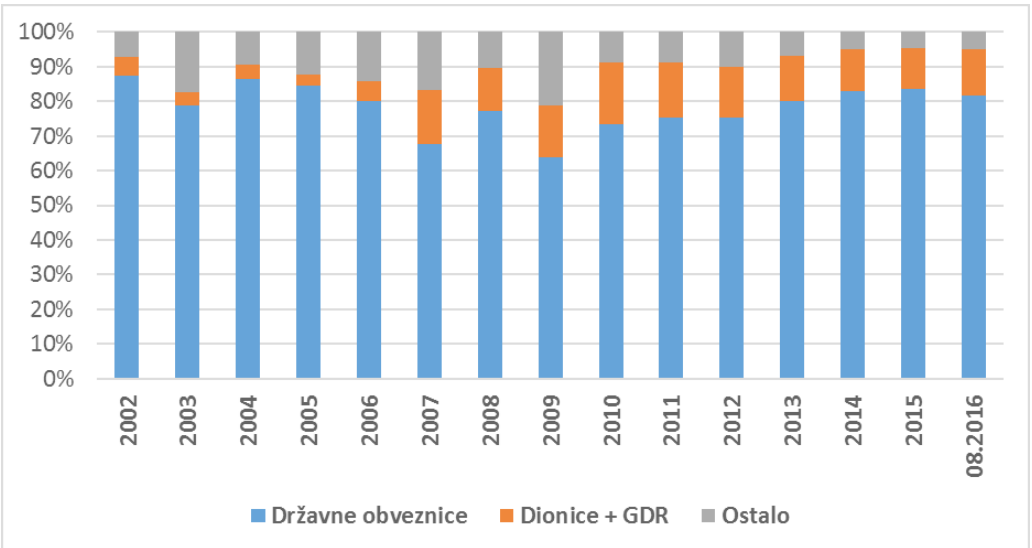
radu. Ostvareni prinosi kao takvi nisu relevantna podloga za usporedbu i donošenje zaključaka o većoj ili manjoj uspješnosti poslovanja pojedinih mirovinskih fondova ako se u obzir ne uzme struktura ulaganja. Iz ovoga proizlazi pitanje postavljanja adekvatnog mjerila uspješnosti (*benchmarka*) koji bi bio prilagođen svakoj zemlji ili svakom mirovinskom fondu u skladu s njegovom ulagačkom strategijom i koji bi jedini precizno mogao odgovoriti na pitanje posluju li pojedini mirovinski fondovi uspješno ili ne u europskom kontekstu. Ovo pitanje bi moglo biti predmetom budućih istraživanja.

## Literatura:

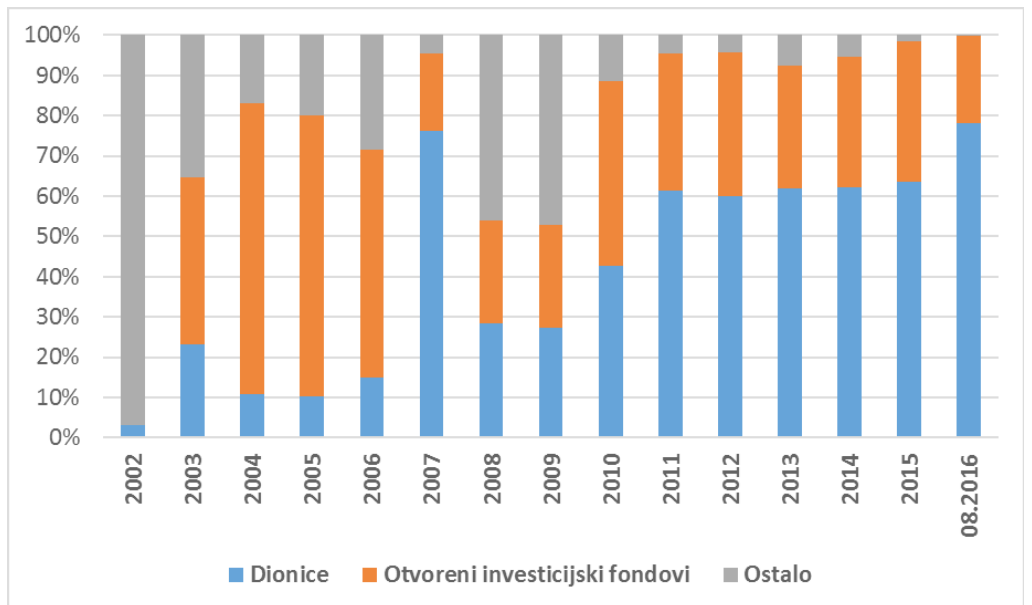
- Bahovec, V., Dumičić, K., Žalac, A. (2011.), Trendovi u koncentraciji imovine mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 9(2), str. 53-75.
- Bakić, D. (2000.), Drugi i treći stup novoga hrvatskog mirovinskog sustava: napomene i pitanja, Financijska teorija i praksa, 24(2), str. 189-212.
- Bakić, N. (2002.), Ulaganja mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, 26(2), str. 435-445.
- Barac, Z., Latković, M. (2000.), Argumenti za globalnu alokaciju imovine mirovinskih fondova: razmatranja iz perspektive osiguranika, Financijska teorija i praksa, 24(3), str. 355-382.
- Bejaković, P. (2012.), Obilježja i učinci kapitalizirane obvezne i dobrovoljne mirovinske štednje u Hrvatskoj, Revija za socijalnu politiku, 19(2), str. 219-230.
- Čulinović Herc, E., Jurić, D. (2008.), Dobrovoljni mirovinski i investicijski fondovi, Socijalna sigurnost i tržišno natjecanje - europski zahtjevi i nacionalna rješenja, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, Hanns Seidel Stiftung, Rijeka, str. 261-305.
- Latković, M., Liker, I. (2009.), Analiza utjecaja parametara u kapitaliziranom sustavu mirovinskog osiguranja, Financijska teorija i praksa, 33(4), str. 445-461.
- Matek P. P., Lukač, M., Repač, V. (2016.), Performance appraisal of Croatian mandatory pension funds, FIP - Financije i pravo, 4(1), str. 7-30.
- Matek, P. P., Radaković, M. (2015.), Is active management of mandatory pension funds in Croatia creating value for second pillar fund members?, Financijska teorija i praksa, 39(3), str. 245-278.
- Nestić, D., Tomić I. (2012.), Primjerenost mirovina u Hrvatskoj: što mogu očekivati budući umirovljenici?, Privredna kretanja i ekonomska politika, 22(130), str. 61-100.
- Novaković, D. (2015.), Evaluation of the financial performance of pension funds in Croatia, Ekonomski vjesnik, 28(1), str. 199-212.
- Potočnjak, Ž., Vukorepa, I. (2008.), Upravljanje rizikom prinosa u obveznim kapitalno financiranim mirovinskim sustavima, Revija za socijalnu politiku, 15(3), str. 323-342.
- Potočnjak, Ž., Vukorepa, I. (2012.), Cjeloživotno modeliranje portfelja u kapitalno financiranim mirovinskim sustavima određenih doprinosa, Privredna kretanja i ekonomska politika, 22(130), str. 29-60.
- Puljiz, V. (2007.), Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, evolucija i perspektive, Revija za socijalnu politiku, 14(2), str. 163-192.

- Puljiz, V. (2011.), Kriza, reforme i perspektive mirovinskih sustava u europskim zemljama i u Hrvatskoj, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 21(129), str. 27-64.
- Rudolph, H. P., Hinz, R., Antolín, P., Yermo, J. (2010.), *Evaluating the Financial Performance of Pension Funds*, Evaluating the Financial Performance of Pension Funds, Svjetska banka, Washington DC, str. 1-23.
- Vukorepa, I. (2012.), *Mirovinski sustavi: kapitalno financiranje kao čimbenik socijalne sigurnosti*, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb

## Prilozi:



**Grafikon 10.** Struktura domaće imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj  
Izvor: HANFA



**Grafikon 11.** Struktura inozemne imovine mirovinskih fondova u Hrvatskoj  
Izvor: HANFA