

Upravljanje rizikom prinosa u obveznim kapitalno financiranim mirovinskim sustavima

ŽELJKO POTOČNJAK
IVANA VUKOREPA

Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu
Zagreb, Hrvatska

Izvorni znanstveni rad

UDK: 368.914

doi: 10.3935/rsp.v15i3.784

Primljeno: svibanj 2008.

Uvođenje mirovinskih sustava individualne kapitalizirane štednje potaknulo je široku diskusiju o tome kako zaštititi osiguranike od različitih rizika povezanih s tržištem kapitala. Posljednjih nekoliko mjeseci ta su pitanja posebno aktualizirana značajnim negativnim kretanjima na svjetskim tržištima kapitala, ali i vrlo velikim padom vrijednosti imovine kojom se trguje na Zagrebačkoj burzi, a u koju imovinu ulažu i hrvatski mirovinski fondovi. Autori u radu posebnu pozornost posvećuju riziku prinosa jer ga smatraju najvažnijim rizikom o kojem će u najvećoj mjeri ovisiti visina mirovine umirovljenika iz obveznog kapitalno financiranog dijela mirovinskog sustava. Razlike u prinosu su moguće ne samo u odnosu na uspješnost poslovanja odabranog mirovinskog fonda, već i s obzirom na odabir dana na koji će se imovina kumulirana na osiguranikovom štednom računu prenijeti u mirovinsko osiguravajuće društvo koje će isplaćivati mirovine. Stoga se u radu, s teoretskog i komparativnog stajališta, analiziraju modaliteti upravljanja rizikom prinosa i prikazuju načini zaštite imovine mirovinskih fondova od rizika negativnog ili nedostatnog prinosa. Navedena su pitanja u Hrvatskoj važna za uspješnost provedbe projekta višedijelnog mirovinskog sustava, u kojem je jedan dio kapitalno financiran, pa time i za socijalnu sigurnost građana koji će mirovine ostvarivati iz toga sustava. Ta su pitanja važna i za razumijevanje različitih izazova s kojima su suočeni kapitalno financirani, u odnosu na tekuće financirane mirovinske sustave.

Ključne riječi: mirovina, mirovinsko osiguranje, kapitalno financiranje, određeni doprinosi, rizik prinosa, ograničenje portfelja, pravilo razborite osobe, unutarnje rezerve, garancijski fond, jamstvo relativnog prinosa, jamstvo najniže mirovine.

UVOD

Posljednjih godina mnogi su autori upozoravali na činjenicu da kapitalno fi-

nancirani mirovinski sustavi temeljeni na načelu određenih doprinosa¹ (u literaturi se često nazivaju i sustavima individualne kapitalizirane štednje²) nisu nužno bolja

* Željko Potočnjak, Pravni fakultet/Faculty of Law, Trg maršala Tita 14, 10 000 Zagreb, Hrvatska/Croatia, zeljko.potocnjak@zg.t-com.hr

¹ Eng. *fully-funded defined contribution scheme/plan*, skraćeno eng. *FF DC scheme/plan*, franc. *plan de retraite capitalisé à cotisations définies*.

² Eng. *individual accounts*, franc. *comptes individuel*.

zamjena za sustave tekućeg financiranja³, opravdavajući to između ostalog visokim tranzicijskim troškom prelaska na novi sustav⁴ te potencijalno visokim administrativnim troškovima vezanim za vođenje i upravljanje individualnim štednim mirovnim računima. Također su relativizirani mnogi argumenti koji su nekoć bili isticani kao datosti i apsolutne prednosti sustava individualne kapitalizirane štednje poput povećanja nacionalne štednje, većih prinosa te povoljnijeg utjecaja na tržište rada (Barr, 2000.; Barr, 2002.a; Barr, 2002.b; Orszag i Stiglitz, 2001.; Holzmann i sur., 2001.).

Ni u kojem nam slučaju nije namjera umanjiti važnost takvog općeg sagledavanja problematike odabira mirovinskih sustava i čimbenika koji utječu na njegovo funkcioniranje. Međutim, uzimajući u obzir činjenicu da se Republika Hrvatska pred deset godina opredijelila za prelazak s

jednodijelnog tekuće financiranog sustava na dvodijelni obvezni sustav koji uključuje sustav tekuće razdiobe (I. stup) i sustav kapitalizacije (II. stup)⁵, te da je već dijelom platila cijenu tranzicijskog troška, mislimo da je korisno i potrebno daljnju raspravu usmjeriti i prema potrebama daljnje prilagodbe hrvatskog reformiranog mirovinskog sustava kako bi se dugoročno održala njegova stabilnost.⁶ U tom smislu ćemo nastojati da naš rad bude doprinos nastavku istraživanja i rada prof. dr. sc. Puljiza u njegovim nastojanjima na rasvjetljavanju pitanja perspektive hrvatskog mirovinskog sustava (Puljiz, 2007.).

Uzimajući u obzir činjenicu da je uspostavom miješanog, javno-privatnog, mirovinskog sustava, **težište odgovornosti za vlastitu sudbinu u starosti pomaknuto s države na pojedinca**, smatramo da **posebnu pozornost zaslužuje obvezni kapital-**

³ Eng. *pay-as-you-go defined benefit scheme/plan*, skraćeno eng. *PAYG DB scheme/plan*, franc. *plan de retraite provisionné à prestations définies*.

⁴ Pojam »tranzicijski trošak« odnosi se na financijski manjak (razliku) koji nastaje uslijed smanjenja doprinosa osiguranika za potrebe tekućih umirovljenika u okviru sustava tekuće razdiobe, a koji umjesto toga osiguranici počinju uplaćivati u korist svojih individualnih štednih računa. Upravo zbog tog prelaska iz starog jednodijelnog sustava tekuće razdiobe na dvodijelni obvezni sustav tekuće razdiobe i kapitalizirane štednje nastaje manjak, koji države namiruju putem viška odnosno zaliha stvorenih u svom državnom proračunu ili putem privatizacije svoje imovine. Više o gospodarskim aspektima tranzicijskog troška vidi: Orszag, Stiglitz (2001.:24-28).

⁵ Svjetska banka i Međunarodni monetarni fond podupirali su i podupiru sustavne reforme jednodijelnih tekuće financiranih sustava i potiču privatizaciju te uspostavu višedijelnih, mješovitih, privatno-javnih sustava (više o tome: World Bank (1994.); Holzmann i Hinz (2005.)). U tom smislu je i Republika Hrvatska bila potaknuta u potpunosti reformirati svoj mirovinski sustav koji je dotad slijedio Bismarckov model socijalne sigurnosti (Puljiz i sur., 2005.:177-183; Ravnić, 2004.:236,244,247-248). Više o pokazateljima hrvatske krize mirovinskog sustava poput znatnijeg pada omjera ovisnosti, porastu mirovinskog troška u ukupnom bruto društvenom proizvodu te padu zamjenske stope mirovine vidi: Akrap (2006.:138); Puljiz (2007.:172-175). Stvoren je novi hrvatski mirovinski sustav koji je trodijelan i sastoji se od obveznog, tekuće financiranog podsustava temeljenog na načelu određenih davanja (I. stup), te od obveznog i dobrovoljnog kapitalno financiranog podsustava temeljenih na načelu određenih doprinosa (II. i III. stup). Nositelji kapitalno financiranih dijelova podsustava su pretežitim dijelom subjekti privatnog prava (obvezna i dobrovoljna mirovinska društva koja upravljaju mirovinskim fondovima, banke skrbnici, te mirovinska osiguravajuća društva za isplatu mirovina) uz podršku i nadzor tijela javne vlasti (Središnjeg registra osiguranika i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga). Pravnu okosnicu današnjeg sustava čine: Zakon o mirovinskom osiguranju (NN 102/98, 127/00, 59/01, 109/01, 147/02, 117/03, 30/04, 177/04, 92/05, 43/07, 79/07), Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 49/99, 63/00, 103/03, 177/04, 71/07), te Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje (NN 106/99, 63/00, 107/07). Više o glavnim značajkama novog hrvatskog mirovinskog sustava vidi: Potočnjak (1999.); Potočnjak, (2000.).

⁶ To potvrđuje i prihvaćena studija »Hrvatska u 21. stoljeću« - Strategija razvitka mirovinskog sustava i sustava socijalne skrbi (NN 97/2003), koja daje smjernice za budućnost.

no financirani mirovinski podsustav. Ovo posebno imajući u vidu složenost pitanja rizika povezanih s njegovim djelovanjem. Naime, poznato je da su uz **opću osjetljivost na univerzalne neizvjesnosti** (poput demografskih i političkih promjena, ratova, ekonomskih šokova) kapitalno financirani sustavi **dodatno izloženi unutarnjim, sistemskim, rizicima** kao što su **rizik lošeg upravljanja** (kao posljedica nesposobnosti i/ili prijevarnog ponašanja), **rizik prinosa** (naziva se još i rizikom investiranja), te **rizik inflacije/deprecijacije novca**. Također su prepoznati **institucionalni rizici** (koji se vežu za problematiku prikupljanja doprinosa te administrativno i financijsko vođenje računa) kao i **osobni rizici** na strani osiguravatelja, poput neizvjesnosti zaposlenja pa time i dostatnosti akumuliranih sredstava na individualnim računima, te problem dugovječnosti i njegovog utjecaja na visinu anuiteta odnosno mirovine. (Barr, 2000.:22-25; Barr, 2002.a:15-16; Barr i Rutkowski, 2005.:160; Gallion i sur., 2000.: 310-314).

Smatramo da je **rizik prinosa**, posebno u kontekstu nestabilnosti tržišta kapitala i nedavnih kriza, najznačajniji rizik koji se veže uz kapitalno financirane mirovinske sustave, te da također može biti posljedica kako rizika lošeg upravljanja tako i rizika inflacije. Važnost prinosa je notorna, s obzirom da je jasno da razlike u prinosu utječu na različitu visinu akumulirane štednje, pa time i na visinu mirovine. Razlike su moguće ne samo u odnosu na uspješnost poslovanja odabranog mirovinskog fonda, već i s obzirom na vrijednosti imovine na osobnom (individualnom) štednom računu na dan prijenosa u mirovinsko osiguravajuće društvo koje će isplaćivati mirovine. Sto-

ga smo u ovom radu odlučili, prije svega s teoretskog stajališta, posebnu pozornost posvetiti modalitetima upravljanja rizikom prinosa i oblicima zaštite kojima se na razini samih nositelja obveznog mirovinskog osiguranja (mirovinskih fondova i mirovinskih osiguravajućih društava), ali i na razini države, imovina osiguravatelja akumulirana u mirovinskim fondovima štiti od rizika negativnih i nedostatnih prinosa.

RIZIK PRINOSA I UPRAVLJANJE IMOVINOM

U proteklom desetljeću mnogo je država⁷ uvelo obvezne kapitalno financirane mirovinske sustave temeljene na načelu određenih doprinosa (Tapia i Yermo, 2007.:4; Whitehouse, 2007:15). Jedan od glavnih argumenata njihovog uvođenje je neposredna i proporcionalna povezanost između doprinosa i primanja u starosti. Naime, **osnovna svrha ulaganja imovine mirovinskih fondova nije samo njezino očuvanje, već i povećanje u korist članova mirovinskog fonda**. Neki pravni sustavi izričito s tim u vezi navode i **minimiziranje troškova upravljanja**.⁸ Naime, poznato je da administrativni troškovi mogu predstavljati također potencijalni rizik s obzirom da ukoliko su previsoki u odnosu na prinose mogu djelovati kao »okidač« koji aktivira obvezu države na isplatu nekog od oblika socijalno zaštitnih mirovina, ovo posebno u slučajevima malih svota štednje akumuliranih na osobnim računima.⁹

Mirovinski fondovi su jedni od najvećih »igrača« na tržištu kapitala. Tako su u okviru država članica OECD-a u 2003. godini raspolagali s imovinom vrijednom oko 15

⁷ Npr. Argentina, Bugarska, Danska, Dominikanska Republika, Čile, El Salvador, Estonija, Hrvatska, Kazahstan, Kolumbija, Kostarika, Kosovo, Latvija, Litva, Mađarska, Makedonija, Meksiko, Norveška, Peru, Poljska, Slovačka, Švedska, Urugvaj.

⁸ Npr. čl. 404 (a) (1) (A) *Employee Retirement Income Security Act* u Sjedinjenim Američkim Državama.

⁹ Više o problematici administrativnih troškova u fazi akumulacije, kao i u fazi isplate mirovina vidi: Orszag, Stiglitz (2001.:24, 35-37); Murthi i sur., (2001.).

bilijuna USD-a, što je predstavljalo više od 80% BDP-a država OECD-a (OECD, 2006.:2). Procjenjuje se da je u 2006. godini ukupna imovina na OECD tržištu vezano za kapitalno financirane mirovinske sustave (obvezne i dobrovoljne¹⁰) iznosila oko 24,6 bilijuna USD-a. Od toga je 66,1% pripadalo mirovinskim fondovima, 17,7% bilo je uloženo u različite mirovinske proizvode koje nude banke ili investicijska društva, 14,1% nalazilo se u imovini mirovinskih i životnih osiguravajućih društava koji isplaćuju mirovine, te se 2,1% nalazilo u nekima od oblika osiguranja imovine poput unutarnjih rezervi ili garancijskih fondova (OECD, 2007.:2).

Uzimajući te financijske pokazatelje u obzir, ne čude naponi i nastojanja za stvaranjem **smjernica za ulaganja na globalnoj razini** (npr. OECD smjernice iz 2006. za ulaganja, koje se podudaraju sa smjericama Međunarodne udruge socijalne sigurnosti - ISSA). Osim toga, što su veća ograničenja ulaganju u strane ekonomije, to je veća izloženost i ovisnost kapitalno financiranog mirovinskog sustava o stanju domaćeg gospodarstva. Stoga su glasni glasovi onih koji zagovaraju raspršivanja rizika ne samo s obzirom na oblike imovine u koje treba ulagati, već i s obzirom na državu podrijetla imovine. Zagovornici potpuno otvorenog pristupa u investiranju (Kotlikoff, 1999.:10-13) opravdavaju to potrebom raspršivanja rizika (eng. *risk diversification*), posebice kada je riječ o manjim gospodarstvima u kojima djeluju kapitalno financirani mirovinski sustavi.

S obzirom da su glavni ciljevi mirovinskog sustava sprječavanje siromaštva umirovljenika i osiguranja primjerene razine prihoda u slučaju nastupa osiguranih rizika, ne čudi bojazan i brojne rasprave koje se mogu čuti vezano za kapitalno financirane

sustave, a s obzirom na rizik investiranja, odnosno prinosa. Ovo je posebno primjetno u svjetlu nedavnih financijskih teškoća kako na svjetskom tako i na domaćem tržištu kapitala. Stoga je i zadatak države da potiče i kontrolira investicijsku klimu koja će omogućiti ulaganja mirovinskih fondova u najboljem dugoročnom interesu pojedinaca. **Provođenje kontrole i umanjivanja rizika je u samom interesu države** zato što eventualni neuspjeh subjekata obvezno kapitalno financiranog podsustava u postizanju zadovoljavajuće razine socijalne sigurnosti neminovno otvara **pitanje direktne ili indirektno odgovornosti države za osiguranje te sigurnosti**.

U literaturi se navode **tri načina upravljanja rizikom prinosa: 1) nadgledanje rizika, 2) procjena jamstvenoga troška i 3) nametanje ulagačkih ograničenja**. Walliser se na njih kritički osvrće. Nadgledanje rizika podrazumijeva redovito preispitivanje investicijskog portfelja, koje je, međutim, povezano s problemom arbitrarnosti. Jamstveni trošak je iznos potreban za pokriće ukupnosti mirovinskih davanja, pa bi trebao obuhvaćati tzv. uvjetovana (npr. davanja ovisna o dohotku ili imovini, te zajamčene iznose prinosa) i neuvjetovana davanja¹¹ (npr. opće mirovine), kao i njihove prilagodbe s obzirom na inflaciju, demografske promjene i individualne promjene u imovinskoj strukturi umirovljenika. Upravo je stoga njegova *ex ante* procjena komplicirana i često neprecizna. Stoga se treći način upravljanja rizicima, ograničenje investicijskog portfelja, čini najprihvatljivijim modalitetom. Na taj način, vlada može smanjiti rizik nemoralnog ponašanja mirovinskih društava koja upravljaju mirovinskim fondovima, kao i smanjiti rizik da će država stvarno morati platiti jamstva umirovljenicima. Međutim, u isto vrijeme postoji vje-

¹⁰ Napominjemo da se dobrovoljan sustav mirovinskog osiguranja često naziva i privatnim.

¹¹ Eng. *contingent and noncontingent payments*.

rojatnost da će uslijed kontroliranog investiranja doći i do gubitaka. Stoga »konačna mješavina između pojedinačne odgovornosti, državnih jamstava i regulacije tržišta određuje dugoročnu održivost mirovinskog sustava« (Walliser, 2003.:239-240).

Upravljanje rizikom prinosa provodi se **putem uređivanja ulagačke politike imovine mirovinskih fondova**. U tom smislu postoje dva temeljna pristupa: **1) ograničenje portfelja, 2) pravilo razbo-rite osobe**. Međutim, u praksi su najčešća **3) hibridna investicijska pravila**. U ovom radu posebno razmatramo upravo te načine upravljanja rizikom prinosa mirovinskih fondova.

Ograničenje portfelja

Ograničenje portfelja (eng. *portfolio restriction*) je uobičajen način eksplicitnog uređenja ulaganja u kontinentalnim pravnim sustavima, i to neovisno o tome je li riječ o javnim (obveznim) ili privatnim (dobrovoljnim) mirovinskim sustavima. Tako su se mnoge države u upravljanju rizikom prinosa odlučile na ozakonjenje te metode ograničenja odnosno usmjeravanja ulaganja. Ovdje posebno ističemo države koje imaju uveden obvezni kapitalno financirani mirovinski podsustav poput: Argentine, Čilea, Kolumbije, El Salvadora, Estonije, Mađarske, Kazahstana, Meksika, Poljske, Švedske, Švicarske, Slovačke, Urugvaja (Walliser, 2003.:242; OECD, 2007.). Premda se u literaturi obično ograničenja portfelja nazivaju kvantitativnim pravilima ili ograničenjima (OECD, 2006.; Walliser, 2002.), primijetili smo da se u praksi

javljaju u nekoliko tipičnih oblika koji se međusobno isprepliću, pa smo ih iz razloga preglednosti odlučili podijeliti u tri skupine: 1) kvalitativna pravila, 2) kvantitativna pravila i 3) pravila države podrijetla. **Kvalitativnim pravilima** se uređuje vrsta imovine u koju je dopušteno ulagati. **Kvantitativnim pravilima**, koja mogu biti minimalna¹² i maksimalna, uređuje se količina imovine fondova (najčešće u obliku postotka) koju je dopušteno ulagati u pojedine oblike imovine. **Pravilima države podrijetla** ograničava se mogućnost ulaganja u stranu imovinu. Posljedica nametanja velikih ograničenja u ulaganju, posebno u odnosu na mogućnost ulaganja izvan zemlje, potiče slično ponašanje (međusobno oponašanje) mirovinskih fondova u pogledu investiranja. Posljedica toga je sličnost u razini prinosa odnosno eventualnih gubitaka (eng. *investment herding*). Ipak, nemoguće je izbjeći razlike u prinosu čak i slučajevima kada je riječ o malim gospodarstvima.

Različiti oblici ograničenju ulaganja prisutni su u zemljama OECD-a, ali i šire (OECD, 2007.). U tom smislu je od samog početka koncipirano i **zakonodavstvo Republike Hrvatske koje se odnosi na fazu akumulacije kapitalizirane štednje** (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima). Posljednjim izmjenama iz 2007. godine, koje su dijelom inspirirane potrebom usklađivanja s mjerodavnom pravnom stečevinom EU-a, uglavnom iz područja financijskih usluga i slobode kretanja kapitala¹³, **proširuje se mogućnost ulaganja imovine obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova** u određene vrste

¹² Napominjemo da se minimalna kvantitativna pravila, kojima bi se nametala obveza ulaganja određene količine sredstava mirovinskih fondova u pojedine oblike imovine, smatraju suprotna načelima sigurnosti, profitabilnosti i likvidnosti, pa bi ih trebalo izbjegavati. Osim toga, mogu umjetno podići razinu cijena (OECD, 2006.:2,7,12).

¹³ Usklađivanje je u tom pogledu vršeno s: Council Regulation EC No 3604/93 of 13 December 1993 specifying definitions for the application of the prohibition of privileged access referred to in Article 104a of the Treaty. *Official Treaty L 332, 31/12/1993, pp. 0004-0006*, i sa Council Directive 88/361/EEC of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty. *Official Treaty L 178, 8/7/1988, pp. 0005-0018*.

imovine u koje do sada nije bilo moguće ulagati (npr. dionice zatvorenih investicijskih fondova, depozite, potvrde o ulozima) te su znatno povećane mogućnosti ulaganja u imovinu država članica OECD-a.¹⁴ Premda ova buduća, puno veća, izloženost globalnom stanju na tržištu kapitala opravdano može izazvati skepsu, posebno u svjetlu nedavnih burzovnih krahova, smatramo potrebnim ukazati na rezultate najnovije Burtlessove studije, u kojoj je dokazano da bi prinos mirovinskih fondova u promatranom razdoblju od 1927. do 2005. za osam država¹⁵ bez iznimke bio veći da je ulagano i u strane dionice i obveznice (Burtless, 2007.). Iz te studije nedvojbeno proizlazi da geografska ograničenja ulaganja mogu negativno utjecati na prinos investicijskih fondova i da je »ključ uspjeha« u fleksibilnoj i razumnoj mješavini investiranja u domaću i stranu imovinu.

Osim gore navedene liberalizacije ulaganja napominjemo da su zakonskim izmjenama i dopunama propisana **dodatna načela ulaganja**, te su detaljnije uređene mogućnosti i ograničenja ulaganja kao i regulatorna, nadzorna i interventna uloga Hrvatske agencije za financijske usluge (u daljnjem tekstu: HANFA) u području ulaganja mirovinskih fondova. Tako su kao osnovna načela ulaganja sada propisani: 1) sigurnost, 2) razboritost, 3) oprez, 4) lojalnost, 5) skrb, 6) smanjivanje rizika

raspršenošću ulaganja, 7) zakonitost, 8) održavanje odgovarajuće likvidnosti, te 9) zabrana sukoba interesa (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 68, st. 1.). Pravila za odabir portfelja u fazi su akumulacije stipulirana na način da su pozitivno taksativno navedeni oblici imovine u koje je moguće ulagati, te kvantitativno određena maksimalna količina imovine fondova koju je moguće investirati u određeni oblik imovine. Moguće je proširenje portfelja uz posebno odobrenje nadležne nadzorne agencije (HANFE), kao i interventne mjere uvođenja posebnih zabrana ili ograničenja u slučaju poremećaja na tržištu. Predviđena je i mogućnost ulaganja u izvedene financijske instrumente (poput terminskih ugovora i opcija) s isključivom svrhom zaštite imovine mirovinskog fonda (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 69-69.c). Nadalje, zakonski je zabranjeno ulaganje u određene oblike imovine (poput nekretnina, neotuđive imovine, vrijednosnih papira, dionica i obveznica koje ne kotiraju na organiziranim tržištima kapitala te one koje su izdane od dioničara mirovinskog društva, banke skrbnika odnosno neke od osoba povezanih s njima), listu kojih može proširiti HANFA.

Ovdje koristimo priliku usput upozoriti na **važnost investicijske brige i u fazi isplate mirovina**. Ovo posebno imajući na umu produženje životnoga vijeka,¹⁶ a

¹⁴ Napominjemo, međutim, da je stupanje na snagu odredbi o liberalizaciji i izjednačavanju režima ulaganja obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova s obzirom na državu podrijetla imovine odgođeno do dana pristupanja RH u članstvo EU. Naime, čl. 63. Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 71/07) nalaže da se do dana prijama RH u EU imovina obveznog fonda mora ulagati u vrijednosne papire čiji je izdavatelj RH najmanje do 50% imovine obveznog fonda, a dozvoljava ulaganje u oblike imovine država članica i država članica OECD-a najviše do 20% imovine obveznog fonda. U odnosu na imovinu dobrovoljnih mirovinskih fondova dopušteno je ulagati u oblike imovine država članica i država članica OECD-a najviše do 25%.

¹⁵ Studija obuhvaća osam država: Australiju, Kanadu, Francusku, Njemačku, Italiju, Japan, Ujedinjeno Kraljevstvo i Sjedinjene Američke Države.

¹⁶ Trenutno je očekivano trajanje života pri rođenju u Hrvatskoj za žene 7 godina duže nego za muškarce: za žene iznosi 78,8 godina, a za muškarce 71,8 (Državni zavod za statistiku, 2007.:10). Projekcije za 2050. godinu upućuju da će značajna razlika i dalje ostati u korist žena obzirom da se očekuje da će se njihov životni vijek produžiti na 83,3 godine, a muškaraca na 77,8 godina; dakle razlika će biti 6 godina u korist žena (United Nations Databases, 2007.). Više o očekivanom trajanju života i učincima na mirovinski sustav u zemljama OECD-a vidi: Whitehouse (2007.).

time i očekivanu dužinu isplate mirovina od cca. 20 godina, čak i uz eventualno daljnje podizanje granice umirovljenja na 70 godina. Održavanje adekvatne razine **tzv. sredstava tehničke pričuve** (imovine koja se umirovljenjem doznačuje s individualnog računa člana mirovinskog fonda u odabrano mirovinsko osiguravajuće društvo i služi za pokrivanje tekućih i budućih obveza prema ugovorima o mirovinama u obveznom mirovinskom osiguranju), njezino povećanje prinosom od ulaganja, te općenito održavanje likvidnosti mirovinskih osiguravajućih društava,¹⁷ također je od velike važnosti, s obzirom da u suprotnom država RH, kao krajnji jamac sredstvima državnog proračuna jamči isplatu mirovina iz obveznog mirovinskog osiguranja (Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje, čl. 90.). S tim u vezi ističemo da su važeća investicijska pravila za mirovinska osiguravajuća društva drugačija od pravila koja vrijede za ulaganje imovine obveznih mirovinskih fondova. Težište je stavljeno na cjenovno indeksirane oblike obveznica (posebno cjenovno indeksirane državne obveznice u koje bi trebalo uložiti najmanje 50% sredstava), što se može opravdati mjerom za smanjivanje rizika inflacije odnosno deprecijacije novca (Gillion i sur., 2000.:310-315).

Posebno izdvajamo **pitanje investiranja u nekretnine** jer je u taj oblik imovine po hrvatskim propisima zabranjeno investirati u fazi akumulacije, a što se opravdava rizičnošću ulaganja, postojanjem

ciklusa pada i rasta vrijednosti nekretnina, složenosti utvrđivanja njene (dnevne) tržišne vrijednosti, te manjom likvidnošću u odnosu na druge dozvoljene imovinske oblike. Međutim, u fazi isplate u nekretnine dopušteno je ulagati sredstva tehničke pričuve i to do 5% u jednu nekretninu, a ukupnog ograničenja nema, premda je indirektno (zbog minimalnog kvalitativnog i kvantitativnog pravila vezanog za cjenovno indeksirane obveznice) ono postavljeno na 50%. Ukazujemo da **većina država ima puno otvoreniji režim spram ulaganja u nekretnine u fazi akumulacije**, posebno države tradicionalno okrenute turizmu poput Austrije, Švicarske, Grčke, Portugala i Španjolske.¹⁸ Stoga nismo uvjereni da je restriktivni pristup predviđen u nas najprikladniji. Možda smo u proteklih nekoliko godina propustili uložiti vlastita sredstva u najvrednije što imamo, dok nam strani kapital koristi od tog istog blaga odnosi izvan državnih granica. Zar cikličnost u gospodarstvu nije neizbježna datost, zar to upravo nije rizik investiranja s kojim se upravlja ne samo ograničenjima portfelja već i razboritošću upravljanja te stalnom prilagodbom portfelja mijenama i njihovim naznakama na tržištu kapitala?!

Pravilo razborite osobe

Pravilo razborite osobe (eng. *prudent person rule*) svojstveno je anglosaksonskom pravnom krugu i razvilo se u okviru prava trustova (Galer, 2003:45). U području ulaganja obveznih mirovinskih fondova primjenjuje se u sustavima Australije i Ujedinjenog Kraljevstva (Walli-

¹⁷ Za sada na teritoriju RH posluje samo jedno mirovinsko osiguravajuće društvo: Raiffeisen mirovinsko osiguravajuće društvo d.o.o. (Rješenje Agencije o odobrenju za rad 14.05.2002., NN 60/02).

¹⁸ Bez kvantitativnog ograničenja dozvoljeno je investirati imovinu mirovinskih fondova u nekretnine po pravu sljedećih država OECD-a: Australija, Belgija, Danska, Njemačka, Grčka, Irska, Luksemburg, Nizozemska, Novi Zeland, Norveška, Ujedinjeno Kraljevstvo. Većina ostalih država dopušta ulaganje u nekretnine uz kvantitativna ograničenja (npr. Austrija-20%, Kanada-15% odnosno 20%, Češka-10%, Finska-40%, Mađarska u obveznom sustavu dozvoljava- 5%, a u dobrovoljnom 10%, Portugal-50%, Španjolska-20%, Švicarska-50%, dok Italija dopušta samo indirektno investicije u nekretnine (OECD, 2007.:4-12).

ser, 2003:242). Izrazito važnu ulogu ima i u pravnom i financijskom sustavu u Sjedinjenim Američkim Državama.¹⁹ To je **bihevioralni pravni standard** kod kojeg se **moгу povući paralele s kontinentalnim europskim konceptom »pozornosti urednog i savjesnog gospodarstvenika«**. Standard »pravila razborite osobe« vrlo je kompleksan, a njegova primjena ovisi o odrednicama pravnog sustava (zakonskim i podzakonskim propisima, sudskoj praksi i aktima nadzornih tijela vlasti) države u kojoj se primjenjuje.²⁰ Tako u pravu Sjedinjenih Američkih Država on inkorporira i standard »razboritog stručnjaka« (eng. *prudent expert standard*), a u Ujedinjenom Kraljevstvu standarda »prosječnog gospodarstvenika« (eng. *ordinary man of business*). Međutim, u osnovi »pravila razborite osobe« su tri bitna elementa: a) **obveza razboritog djelovanja** s dužnom pažnjom u upravljanju mirovinskim fondom i imovinom, b) **obveza »vjernosti« mirovinskom fondu i njegovim članovima**, te c) **načelo diversifikacije**, koje zahtijeva da investicijski portfelj mirovinskog fonda bude primjereno raznolik i da se izbjegava neovlašteni rizik (Galer, 2002.:42,46-49,54). Važno je napomenuti da se sukladno pravilu razborite osobe **postupanje upravitelja mirovinskih fondova ne ocjenjuje s obzirom na uspješnost odnosno financijske rezultate investicijskih odluka, već prema tome jesu li oni razumno postupali u donošenju financijskih odluka s obzirom na dane okolnosti** (Galer, 2002.:46),

pa stoga i u ocjeni djelovanja upravitelja mirovinskih fondova treba uzeti u obzir jesu li oni poduzeli sve da u svojem djelovanju zatraže pomoć stručnih osoba i jesu li unutar svojeg sustava uspostavili kontrolne mehanizme za nadzor investicijskih odluka (OECD, 2006.:10). Iz toga slijedi da standard »pravilo razborite osobe« nije apsolutan, već je **relativan test investicijske politike** upravitelja mirovinskih fondova. U pogledu načela raspršivanja rizika, kao sastavnog elementa ovog standarda, moramo primijetiti da je u anglosaksonskom pravu ono često izričito kodificirano, premda obično ne sadrži nikakva kvantitativna ograničenja, osim u pogledu ulaganja u imovinu poslodavca.²¹

Iz svega proizlazi da »pravilo razborite osobe« omogućuje upraviteljima mirovinskih fondova **fleksibilnost u donošenju investicijskih odluka** posebice s obzirom na razvoj mogućnosti u sferi novih investicijskih instrumenata, ali upravo ta odlika predstavlja i njegovu najveću potencijalnu slabost (Galer, 2002.:55). Stoga su za uspješnu primjenu ovoga standarda od odlučne važnosti podzakonski propisi, sustav izvješćivanja te stvaran nadzor nadležnih agencija. Kako smo već napomenuli, sudska praksa ima ključnu ulogu u njegovu tumačenju, ali pritom ne smijemo zaboraviti na važnost svjedoka i sudskih vještaka čije svjedočenje o postupcima i razlozima donošenja određenih investicijskih odluka ima snažan utjecaj na ocjenjivanje prikladnosti investicijske

¹⁹ Sjedinjene Američke Države još nemaju uspostavljen obvezni sustav kapitalizirane štednje, premda se u tom smislu vode brojne rasprave (vidi npr.: Brown i sur., 2005.; Thompson, 1999.). Međutim, u okviru dobrovoljnih privatnih kapitalno financiranih mirovinskih sustava bilo temeljenih na načelu određenih davanja ili temeljenih na načelu doprinosa primjenjuje se tzv. »pravilo razborite osobe« u ocjeni postupanja upravitelja mirovinskih fondova vezano za investicijska ulaganja (*Employee Retirement Income Security Act* iz 1974, čl. 404 (a)).

²⁰ U pravu Ujedinjenog Kraljevstva ono je uređeno s *Pension Actom* iz 1995. godine; u Sjedinjenim Američkim Državama mjerodavan je *Employee Retirement Income Security Act* iz 1974. godine.

²¹ Jedino ograničenje koje se obično navodi vezano je za mogućnost ulaganja u imovinu (vrijednosne papire ili nekretninu) poslodavca pokrovitelja privatnog mirovinskog fonda. Tako je npr. u Ujedinjenom Kraljevstvu granica postavljena na 5%, u Sjedinjenim Američkim Državama na 10% posto imovine mirovinskog fonda (Galer, 2002.:49-56).

odluke u danim gospodarskim okolnostima u svjetlu standarda »razborite osobe«. Taj je standard djelomično inkorporiran i u hrvatski pravni sustav, a o čemu će biti više riječi u sljedećem poglavlju.

Hibridna investicijska pravila

Većina država koja primjenjuje standard »pravilo razborite osobe« ima svoju tradiciju u anglosaksonskom pravu, poput Australije, Kanade i Irske. Međutim, i neke druge države koje ne pripadaju tom pravnom krugu (npr. Italija, Japan i Nizozemska) propisuju pristup razborite osobe u upravljanju investicijskim portfeljem, ali ga ujedno nadopunjuju s određenim kvantitativnim ograničenjima, koja zapravo predstavljaju eksplikaciju načela diverzifikacije (Galer, 2002.:53-54). Učestala je naime pojava da **države u uređivanju ulagačke politike mirovinskih fondova kombiniraju oba načina apsolutne i relativne kontrole i usmjeravanja ulaganja.**

U tom smislu i **hrvatsko zakonodavstvo**, premda **eksplicitno postavlja granice dopuštenog portfelja**, također **propisuje načela ulaganja te »standard pozornosti urednog i savjesnog gospodarstvenika«** koji promatrani u zajedničkom kontekstu *mutatis mutandis* predstavljaju kontinentalnu varijantu »pravila razborite osobe«. Naime, prema izričitoj zakonskoj odredbi mirovinsko društvo (fond menadžer) svojom imovinom odgovara članovima mirovinskog fonda za štetu nastalu zbog neispunjenja ili neprimjerenog ispunjenja svojih obveza koje se odnose na upravljanje fondom, osim ako neispunjenje ili neprimjerenost ispunjenje proizlazi iz okolnosti za koje mirovinsko društvo nije odgovorno i za koje nije moglo biti odgovorno i ako je vodilo poslovanje s pozornošću urednog i savjesnog gospodarstvenika (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 16). U slučaju kršenja navedenih standarda nastala **šteta se ne namiruje iz**

imovine mirovinskog fonda, već pada na teret mirovinskog društva koje upravlja mirovinskim fondom. Nadalje, odgovornost mirovinskog društva za štetu neće biti ograničena čak niti u slučaju da ono trećim osobama povjeri izvršavanje određenih poslova (npr. trgovačkom društvu koje se bavi posredovanjem u kupoprodaji vrijednosnih papira, tj. brokerskim poslovima). Štoviše, smatramo da u tom slučaju sukladno pravilima obveznog prava postoji **solidarna odgovornost mirovinskog društva i trećih osoba** (Zakon o obveznim odnosima, NN 35/05, 41/08, čl. 1107).

Vidimo dakle da Republika Hrvatska koristi hibridni pristup u reguliranju investicijske politike mirovinskih fondova. Stoga je i obveza obveznih mirovinskih društava da se u provođenju odabira zakonom dopuštenog portfelja mirovinskih fondova i njegove prilagodbe novonastalim situacijama na tržištu kapitala vode propisanim načelima ulaganja i standardom urednog i savjesnog gospodarstvenika što je standard koji je ujedno i kriterij procjene njihove eventualne odgovornosti za štetu nastalu članovima mirovinskih fondova.

ZAŠTITA OD NEGATIVNOG I NEDOSTATNOG PRINOSA

Povećavanje imovine mirovinskih fondova od iznimne je važnosti ne samo za njihove članove, već i za državu. Naime u slučaju nedostatnosti sredstava na individualnim računima štednje članova obveznih mirovinskih fondova države će direktno ili indirektno morati sudjelovati u podmiranju osnovnog životnog socijalnog minimuma svojih građana. U sustavima koji su u dijelu obveznog mirovinskog sustava zadržali i stup koji ne ovisi o investicijskim rezultatima (npr. tekuće financirani stup temeljen na načelu određenih davanja kao npr. u Argentini, Hrvatskoj, Mađarskoj itd.), ukupne financijske obveze države u vezi sa socijalnom sigurnošću starijih osoba puno su veće.

Stoga bi i interes tih država trebao biti puno veći u poticanju stvaranja unutarnjih rezervi imovine na razini samih mirovinskih fondova kao i mirovinskih osiguravajućih društava, odnosno raspršivanju i prelijevanju rizika investiranju na cjelokupnu »industrijsku granu« mirovinskog osiguranja. Ovo posebno u slučaju kada se propisima u fazi akumulacije jamči određena razina zajamčenog prinosa iz poslovanja mirovinskih fondova ili kasnije, u fazi isplate, neki od oblika socijalno zaštitnih mirovina. Tim mjerama države zapravo smanjuju svoj vlastiti rizik postavljajući sebe kao posljednjeg dužnika u nizu materijalne odgovornosti za obveze iz obveznog kapitalno financiranog mirovinskog podsustava. U prethodnom poglavlju prikazali smo kako se uređenjem ulaganja mirovinski fondovi i njihovi članovi mogu štiti od neprihvatljivih rizika. U ovom poglavlju prikazat ćemo i analizirati **dodatne načine** na koje se imovina mirovinskih fondova može štiti od rizika negativnog ili za isplatu mirovina nedostatnog prinosa. S obzirom na razine te zaštite (pojedinačni mirovinski fond, »industrijska« grana i država) razmotrit ćemo unutarnje rezerve, garancijska osiguranja i jamstva kao oblike te zaštite.

Unutarnje rezerve

Stvaranje rezervi u danima dobrih prinosa tradicionalan je način stvaranja zaliha za »crne dane«. Stoga pojedine države svojim pravilima obvezuju mirovinske fondove da **dio prinosa koji premašuje iznose utvrđene od strane regulatornih tijela ulažu u povećanje rezervi mirovinskih fondova** . Najčešće mjerilo povećanog prinosa je prosječan prinos svih mirovinskih fondova.

Tako npr. čileanski sustav obvezuje održavanje »profitabilnih rezervi«. Ako prinos pojedinog mirovinskog fonda premašuje prosječan prinos svih mirovinskih fondova za više od 2% ili premašuje za dvostruko prosječan prinos (što god od te dvije veličine bilo manje), tada je propisano da se takvo povećanje imovine ne stavlja na osobne račune osiguranika, već se mora pridodati unutarnjim profitabilnim rezervama. Slične odredbe o stvaranju unutarnjih rezervi poznaju mađarski i poljski obvezni mirovinski sustavi (Walliser, 2003.:244-246).

Hrvatski sustav ne predviđa stvaranje unutarnjih rezervi **u fazi akumulacije mirovinske štednje** , ali sa sličnim ciljem nameće obvezu uplate **jamstvenog pologa** na poseban račun banke skrbnika **iz čije svote se ima namiriti razlika mirovinskom fondu u slučaju da prinos fonda bude manji od zajamčenog** .²² Obvezna visina uplate ovisi o broju članova mirovinskog fonda. Tako je propisano da za svakih deset tisuća članova iznad pedeset tisuća članova, obvezno mirovinsko društvo mora uplatiti jamstveni polog od milijun kuna. Radi potpunije zaštite, propisano je da se nad sredstvima jamstvenoga pologa ne može izvršiti ovrha, niti da ta sredstva ulaze u stečajnu masu u slučaju stečaja banke skrbnika (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 56-58).

Napominjemo, međutim, da je **za fazu isplate mirovina** hrvatsko pravo o obveznom kapitalno financiranom mirovinskom osiguranju propisalo obvezu uspostave **interventnih pričuva** . Naime, **ako vrijednost sredstava tehničke pričuve²³ prelazi 115% vrijednosti svih tekućih i budućih obveza prema ugovorima o mirovinama**

²² Naime, članovima obveznih mirovinskih sustava jamči se prinos najmanje u visini »zajamčenog prinosa« koji se računa tako da se prosječni godišnji prinos obveznih fondova (iskazuje se putem Mirexa) iz prethodne tri godine umanjuje za šest postotnih bodova (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 58).

²³ Više o sredstvima tehničke pričuve vidi *supra* pod Ograničenje portfelja.

koje je mirovinsko osiguravajuće društvo sklopilo, tada je ono obvezno iznos koji prelazi tu vrijednost raspodijeliti na način da za jednu četvrtinu viška poveća interventne pričuve, a da ostatak viška raspodijeli korisnicima mirovina (Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje, čl. 67. st 2.- 4).²⁴

Garancijska osiguranja

Garancijska osiguranja za mirovinska davanja (eng. *pension benefit guarantee schemes*) možemo definirati kao **oblike reosiguranja za obveze iz mirovinskog osiguranja**. Ona mogu biti osnovana kako za osiguranje imovine mirovinskih fondova u fazi akumulacije, tako i za osiguranje isplate samih mirovina. U takva garancijska osiguranja mirovinski fondovi (u slučaju da su ujedno i pravne osobe) ili mirovinska društva za upravljanje mirovinskim fondovima, odnosno mirovinska osiguravajuća društva uplaćuju premije osiguranja (doprinos). Iz tako prikupljenih sredstava garancijskog osiguranja kasnije se isplaćuju sredstva potrebna za podmirenje zajamčenih prinosa ili namiruju obveze isplate mirovina u slučaju stečaja odnosno insolventnosti subjekata kapitalno financiranih mirovinskih sustava. **Najčešći oblik** garancijskog osiguranja za mirovinska davanja su tzv. **garancijski fondovi**, koji se mogu osnivati kako za osiguranje privatnih (dobrovoljnih) mirovina tako i za osiguranja u obveznim kapitalno financiranim mirovinskim su-

stavima. Takva rješenja su poznata npr. u sustavima Sjedinjenih Američkih Država, Švedske, Njemačke, Švicarske i Japana (Stewart, 2007.:2). Mađarski sustav također ima uspostavljen opći garancijski fond u koji mirovinski fondovi uplaćuju obvezne doprinose, a u slučaju nedostatnosti imovine garancijskog fonda se popunjava sredstvima iz državnog proračuna (Walliser, 2003.:247).

U sustavima u kojima država ne jamči za mirovine, posebno kod dobrovoljnih mirovina, garancijski fondovi bi trebali biti posljednji nositelji zaštite mirovinskih primanja. Glavni teorijski argument u korist garancijskih fondova izvodi se iz koncepcije slabosti i krhkosti tržišta. Međutim, smatra se da uspostava takvih garancijskih fondova potiče opasnost od **rizika nemo-ralnog ponašanja** (eng. *moral hazard risk*) jer može potaknuti upravitelje mirovinskih fondova odnosno mirovinska osiguravajuća društva na neodgovorna i rizičnija ulaganja (Stewart, 2007.:6). Posebno napominjemo da iskustva Sjedinjenih Američkih Država i financijske poteškoće njihovog *Pension Benefit Guarantee Corporation*²⁵ dokazuju da je za uspješno izvršavanje osnovne svrhe garancijskog fonda potrebno uspostaviti jasna pravila financiranja i investiranja imovine fonda (Stewart, 2007.:10).

Ovdje je važno napomenuti da je i u **Hrvatskoj zakonskim izmjenama i dopunama iz 2007. predviđeno osnivanje posebnog garancijskog fonda** (Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obvez-

²⁴ U slučaju da vrijednost sredstava tehničkih pričuva prelazi 110% , a da je manji od 115%, zakon ostavlja na volju mirovinskom osiguravajućem društvu hoće li taj višak raspodijeliti u interventne pričuve ili podijeliti korisnicima mirovina (Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje, čl. 67. st. 1.).

²⁵ *Pension Benefit Guarantee Corporation* (PBGC) je federalno društvo osnovano zakonom iz 1974. (*Employee Retirement Income Security Act*) sa svrhom zaštite privatnih mirovina ostvarenih kod poslodavaca. Te mirovine su kapitalno financirane, ali se temelje na načelu određenih davanja, a ne određenih doprinosa. Poslovanje PBGC-a financira se iz premija osiguranja (koje plaćaju pokrovitelji mirovinskih programa, a čiju visinu utvrđuje Kongres), ulaganjem imovine, te naknadom štete od društava koja su nekoć upravljala određenim mirovinskim programom, a za čije obveze je uslijed neuspješnog poslovanja obvezu isplate mirovine preuzelo PBGC.

nim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, NN 71/07). Svrha osnivanja garancijskog fonda je ukidanje jamstva države u fazi akumulacije imovine u mirovinskim fondovima.²⁶ Prema novom stanju propisa, u slučaju manjka prihoda mirovinskih fondova, zakonom zajamčeni prinos mirovinske štednje isplaćivat će se podredno iz sredstava garancijskog fonda, a nakon prethodnog pokušaja namirenja iz sredstava jamstvenoga pologa i imovine obveznog mirovinskog društva (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 58). Garancijski fond će se osnovati na teret sredstava mirovinskih društava. HANFA ima zakonsku obvezu posebnim pravilnikom propisati otvaranje, vođenje, način obračuna, obvezu uplate i rokove uplate u garancijski fond što je obveza koju još nije ispunila. S tim u vezi smatramo da utemeljenje i poslovanje garancijskog fonda, s obzirom da će se on financirati iz doprinosa/premija mirovinskih društava, ne smije imati za posljedicu povećanje administrativnih troškova na teret članova mirovinskih fondova.

Jamstva relativnog prinosa i najniže mirovine

Dva najčešća oblika jamstava u obveznim kapitalno financiranim mirovinskim sustavima su: 1) zajamčeni relativan prinos i 2) zajamčena mirovina. Najčešće u snošenju troškova takvih jamstava sudjeluje i država, i to kao posljednji dužnik. Pitanje državnog jamstva vrlo je osjetljivo, s obzirom da ono može potkopati javne financije (Walliser, 2003.:241). Međutim u kapitalno financiranim obveznim mirovinskim sustavima, smatramo da je ono nužnost s obzirom da država, kao jamac socijalne sigurnosti, mora snositi barem dio odgovornosti

za neuspjeh postizanja njezine minimalne razine. Pored toga, odgovornost države proizlazi i iz činjenice da je ona nametnula obvezu takvog oblika osiguranja i odredila glavne parametre po kojima će se ravnati odnosi u takvom sustavu.

Zajamčen relativni prinos (eng. *relative rate of return guarantee*) odnosi se na fazu akumulacije kapitala o kojem će kasnije ovisiti visina mirovine člana mirovinskog fonda. Većina država propisuje taj oblik jamstva. U tom smislu **čileanski sustav** garantira najnižu godišnju stopu prinosa svakom članu mirovinskog fonda u iznosu od najmanje relativnog prosječnog prinosa drugih mirovinskih fondova umanjenog za 2%, ili u najmanjem iznosu od polovice prosječne stope prinosa svih mirovinskih fondova, što god od tog dvojeg bilo više. Ukoliko se iz unutarnjih rezervi mirovinskog fonda ne mogu namiriti sredstva, država namiruje potrebna sredstva, a mirovinski fond se likvidira. Da bi se umanjio rizik ostvarenja ove obveze države prema članovima mirovinskih fondova, država također nameće fondovima obvezu držanja pričuvnih sredstva na profitabilnoj rezervi (Walliser, 2003.:244). **Argentinski sustav** također poznaje takvu vrstu garancije za slučaj da mirovinski fond podbaci u prosječnom prinosu za 30% ili više (Walliser, 2003.:244-245). **Mađarski i poljski** sustavi imaju jamstvo relativnog prinosa koji se prvenstveno isplaćuju iz sredstava garancijskog fonda, a tek podredno iz državnog proračuna (Walliser, 2003.:247-248).

Kao što smo već gore u tekstu spomenuli, **u hrvatskom se obveznom kapitalno financiranom mirovinskim sustavu otpočetak primjenjuje institut »zajamčenog prinosa«**.²⁷ Međutim tijekom vremena mijenjao se način njego-

²⁶ Više o tome vidi *infra* Jamstva relativnog prinosa i najniže mirovine.

²⁷ Do kraja 2007. godine svi su mirovinski fondovi ostvarili prinos veći od zajamčenog, pa nije bilo potrebe za njegovim aktiviranjem (Marušić, 2008.:244).

va izračuna, kao i osobe koje za njega snose materijalnu odgovornost. **Do zadnjih izmjena i dopuna** Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 71/07) zajamčeni prinos bio je definiran kao »prinos u visini jedne trećine referentnog prinosa, utvrđenog od strane Agencije, a najviše do visine eskontne stope Hrvatske narodne banke, ukoliko je referentni prinos pozitivan u razdoblju od prethodne tri kalendarske godine«. U slučaju da je prinos obveznoga mirovinskog fonda bio manji od zajamčenog, propisana je bila obveza uplate razlike na osobne račune članova fonda i to iz jamstvenog pologa, a ako to nije bilo dovoljno, onda iz temeljnog kapitala mirovinskog društva do najviše 20% temeljnog kapitala društva godišnje, a preostali iznos se trebao namiriti iz državnog proračuna. Međutim, **prema novom stanju propisa**²⁸, zajamčeni prinos se računa tako da se prosječni godišnji prinos obveznih fondova iz prethodne tri godine (iskazan putem Mirexa) umanjuje za šest postotnih bodova. Nadalje, iz zakonske dikcije čl. 58. st.2. Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima sada proizlazi da se institut zajamčenog prinosa aktivira tek nakon što je godišnji prinos obveznoga mirovinskog fonda kroz razdoblje od prethodne tri kalendarske godine bio manji od zajamčenog prinosa. Čini nam se da takvo rješenje ide na štetu članova obveznih mirovinskih društava koji prestaju biti njihovim članom u razdoblju prije isteka trogodišnjeg roka (npr. zbog odlaska u mirovinu). Također je promijenjena i različito

uređena odgovornost za zajamčeni prinos s obzirom na razdoblje prije i poslije pristupanja Hrvatske Europskoj uniji. Tako je **za razdoblje do dana prijama Hrvatske u EU** propisano da mirovinsko društvo uplaćuje »razliku mirovinskom fondu do zajamčenog prinosa iz jamstvenog pologa, a ako to nije dovoljno, iz kapitala mirovinskog društva do najviše 80% kapitala društva²⁹, a preostali iznos je obveza državnog proračuna« (Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, NN 71/07, čl. 63. st. 4.). **Nakon pristupanja EU-u**, prema novom stanju propisa, za zajamčeni prinos odgovara mirovinsko društvo »iz jamstvenog pologa i sredstava mirovinskog društva« (što bi trebalo obuhvaćati imovinu društva, a ne samo imovinu u visini temeljnog kapitala³⁰), a podredno će se manjak namiriti iz sredstava garancijskog fonda (Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, NN 71/07, čl. 23; Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 58).³¹ Dakle, za zajamčeni prinos više neće jamčiti država sredstvima državnog proračuna, a materijalna odgovornost obveznog mirovinskog društva će biti dodatno proširena jer će ono odgovarati svojim sredstvima, dakle, svojom imovinom bez količinskog ograničenja, a ne samo imovinom u visini dijela temeljnog kapitala kao što je bilo predviđeno do zakonskih izmjena iz 2007. g.).

Kod razmatranja pitanja odgovornosti države za zajamčeni relativni prinos treba

²⁸ Čl.58. Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima te Pravilnik o načinu i roku izračuna zajamčenog prinosa obveznog mirovinskog fonda (NN 1/2008).

²⁹ Upozoravamo na nedosljednost u upotrebi zakonske terminologije što može izazvati probleme u praksi. Smatramo da se pojam »kapital društva« ovdje odnosi na cjelokupnu imovinu društva, odnosno »sredstva mirovinskog društva« što je pojam koji se koristi u odredbi čl. 58. st. 2. Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, odnosno čl. 23. Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 71/07).

³⁰ Najniži temeljni kapital obveznog mirovinskog društva iznosi 40 milijuna kuna, a dobrovoljnoga mirovinskog društva 15 milijuna kuna (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 8. st.1.).

³¹ Više o garancijskom fondu vidi *supra* Garancijska osiguranja.

imati na umu sljedeće: Hrvatska se uslijed visokog tranzicijskog troška poput većine država srednje i istočne Europe koje su poduzele sistemske reforme, odlučila zadržati veći stup tekuće razdiobe nego što je to u većini država Latinske Amerike. Upravo u tim sustavima koji su kao dio obveznog mirovinskog sustava zadržali i stup koji ne ovisi o investicijskim rezultatima (npr. tekuće financirani stup temeljen na načelu određenih davanja), financijske obveze države su puno veće. U tim sustavima država dio obveze osiguranja socijalne sigurnosti građana ispunjava i putem sudjelovanja u financiranju tekuće financiranog dijela mirovinskog sustava. Stoga nam se čini da direktna odgovornost države u pokrivanju manjka prinosa u fazi akumulacije nije prijeko potrebna, ako država provodi kontrolu investiranja obveznih mirovinskih fondova i ako nameće oblike osiguranja imovine poput unutarnjih rezervi i garancijskog fonda. U tom smislu nam se novo hrvatsko rješenje ne čini neprikladnim. Štoviše, smatramo da bi ukidanje izričitog državnog jamstva u slučaju nedostatne razine prinosa iz obveznog kapitalno financiranog mirovinskog stupa trebalo imati za posljedicu smanjenje hazarderskog (prekomjerno rizičnog) ponašanja mirovinskih društava u upravljanju mirovinskim fondovima, jer se manjak prinosa sada mora prvenstveno namiriti iz i jamstvenog pologa i sredstava mirovinskog društva, a tek podredno iz sredstava garancijskog fonda koji će se financirati doprinosima mirovinskih društava. Moguća posljedica takvog rješenja je i sličnost u strukturi ulaganja imovine (eng. *investment herding*) mirovinskih fondova čime će društva vjerojatno nastojati smanjiti rizik da se zbog većih odstupanja od prosječnog prinosa aktivira zajamčeni prinos. To, međutim, može povećati rizik manjih prinosa od eventualno mogućih s obzirom na proširenu mogućnost ulaganja reguliranu posljednjim zakonskim izmjenama iz 2007.

Zajamčeni iznos najniže mirovine (eng. *minimum pension guarantee*) oblik je jamstva koji se odnosi na fazu isplate u obveznom kapitalno financiranom mirovinskom osiguranju. Tako **čileanski sustav** jamči najnižu mirovinu za one koji su doprinosili u sustav najmanje 20 godina, a čija imovina na individualnom računu nije dostatna za isplatu mjesečnih svota mirovine u iznosu od najmanje 75% najniže plaće (Walliser, 2003.:245). Tu moramo imati na umu da je čileanska reforma predstavljala radikalni oblik privatizacije mirovinskog sustava jer su u Čileu početkom 80-ih dokinuti brojni tekuće financirani mirovinski programi. Međutim, treba istaknuti da je zbog uviđanja nedostataka takvog sustava, kao što je premala pokrivenost radno aktivne populacije (samo polovica), te velikog broja osoba čija je štednja na individualnim računima premala da bi im osigurala život iznad granice siromaštva, dodatno uveden osnovni mirovinski stup baziran na načelu solidarnosti, a koji će se početi primjenjivati od lipnja 2008. godine. Time će svi umirovljenici iz najsiromašnije skupine koja čini 60% umirovljeničke populacije ostvariti pravo na osnovnu mjesečnu mirovinu u iznosu od 136 dolara (koja će se u 2009. povisiti na 170 dolara), neovisno o tome jesu li doprinosili u mirovinski sustav. Osim toga, osobe s malim prihodima dobivat će i tzv. doprinos solidarnosti (eng. *solidarity contribution*) - novčani dodatak na svoje osobne račune (Chile News, 2008.:2).

Slično tome, **argentinski sustav** osigurava osnovnu mirovinu u iznosu od oko 25% od prosječne plaće pod uvjetom da je osoba doprinosila u obvezni mirovinski sustav najmanje 30 godina. Međutim, gospodarske poteškoće na prelasku stoljeća znatno su utjecale i na kapitalno financirani mirovinski sustav Argentine. Naime, vlada je prepolovila doprinose u sustav s 11% na 5%, što je drastično snizilo razinu štednje. Nadalje, obvezala je fondove da kupe kratkoročne obveznice s dugoročnom

štednjom, te da izvrše zamjenu državnih obveznica za kratkoročne zajmove. Također je došlo do konverzije javnog duga iz dolara u domaću valutu što je uslijed deprecijacije novaca dodatno utjecalo na znatno smanjenje vrijednosti imovine fondova. Slijedom navedenog, za očekivati je da će jamstvena obveza Argentine prema umirovljenicima dugoročno biti velika i možda čak neodrživa (Walliser, 2003.:245-246).

Iz sustava obvezne kapitalizirane štednje, **Mađarska** kao *ultima ratio* sredstvo zaštite garantira najnižu mirovinu u iznosu od 25% mirovine iz prvog, tekuće financiranog stupa u slučaju da u sustavu individualne kapitalizirane štednje stopa prinosa bude manja od 2% za razdoblje od 40 godina štednje (Walliser, 2003.:247).

Premda **Hrvatska** sredstvima državnog proračuna više u fazi akumulacije izravno ne jamči za prinose, njezina materijalna odgovornost je predviđena u fazi isplate mirovina iz sustava obvezne kapitalizirane štednje. Naime, u slučaju kada osiguravajuće društvo koje je započelo isplaćivati mirovinu nije u mogućnosti tu mirovinu redovito isplaćivati u mjesečnoj svoti određenoj ugovorom o mirovini, tada se radi osiguranja redovite isplate mirovine članovima obveznih mirovinskih fondova odnosno članova njihovih obitelji osniva račun mirovinskog jamstva kao poseban račun u Hrvatskoj narodnoj banci, a koji se sastoji od doprinosa osiguravajućih društava i pripadajućih kamata. Mirovina koja se isplaćuje s takvog računa mirovinskog jamstva određuje se u visini ugovorene i usklađene mirovine prema zakonskim odredbama. U tom slučaju Republika Hr-

vatska izričito i u cijelosti jamči isplatu mirovine s računa mirovinskog jamstva, odnosno iz državnog proračuna (Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje, čl. 89-91).

Zbog zaštite osiguranika s relativno kratkim ulaganjima u mirovinske fondove u Hrvatskoj je korisnicima invalidske mirovine zbog opće nesposobnosti za rad i obiteljske mirovine omogućen »povratak« u I. stup i ostvarivanje prava na te mirovine isključivo iz tog stupa. Na taj način ti korisnici postaju raspoloživi i za ostvarivanje prava na najnižu mirovinu koja je inače »rezervirana« za umirovljenike koji ostvaruju mirovine samo iz I. stupa.³² U tom slučaju se sredstva s računa obveznog mirovinskog fonda prebacuju Hrvatskom zavodu za mirovinsko osiguranje koji tada tim umirovljenicima određuje mirovine na temelju ukupnog mirovinskog staža prema odredbama čl. 74. – 82. Zakona o mirovinskom osiguranju (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, čl. 47.-49.).³³

ZAKLJUČAK

Provedena analiza pokazuje da su u teoriji i komparativnim pravnim sustavima dobro razvijena sredstva upravljanja rizikom prinosa u kapitalno financiranim obveznim mirovinskim sustavima. Ta sredstva prate razvoj sigurnosti ulaganja na financijskim tržištima općenito te posebno u području dugoročnih ulaganja kojima je cilj imovinska sigurnost u starosti. Pravila ulaganja (poput ograničenja ulaganja i

³² U okviru prvog tekuće financiranog stupa obveznog mirovinskog osiguranja temeljenog na načelu određenih davanja država propisuje zaštitu korisnika u obliku najniže mirovine. Najniža mirovina nije određena u nekoj paušalnoj svoti jednakoj za sve korisnike već se njezina vrijednost određuje množenjem godina mirovinskog staža sa usklađenim iznosom od 0,825% prosječne bruto plaće svih zaposlenih u Republici Hrvatskoj u 1998. godini, te mirovinskim i polaznim faktorom. Više o toj vrsti mirovine vidi: Potočnjak (2001.).

³³Također vidi: Marušić(2008.:245-246).

pravila razborite osobe) te različiti oblici zaštite imovine u obveznim kapitalno financiranim mirovinskim sustavima od negativnog ili nedostatnog prinosa (poput unutarnjih rezervi, garancijskog fonda i jamstva relativnog prinosa ili najniže mirovine) imaju za cilj povećati sigurnost mirovinskih davanja s obzirom na rizik prinosa. Značajan dio tih sredstava primjenjuje se i u nedavno ustrojenom II. dijelu hrvatskog mirovinskog sustava. Zbog povezanosti socijalne sigurnosti starijih osoba i sigurnosti ulaganja imovine mirovinskih fondova, poznavanje sredstava upravljanja rizikom prinosa postaje važno ne samo za aktere financijskog tržišta, nego i za kreatore socijalne politike. Naime, oni moraju znati kako taj rizik i raspoloživa sredstva njegove kontrole i ograničenja utječu na socijalnu sigurnost u starosti.

Pomicanjem odgovornosti za socijalnu sigurnost u starosti s države na pojedinca dovodi do veće izloženosti pojedinca raznovrsnim rizicima, uključivo i riziku prinosa na imovinu kumuliranu u cilju osiguranja njegove socijalne sigurnosti u starosti. Države nastoje taj rizik racionalno ograničiti. Međutim, u socijalnim odnosima, a pogotovo na financijskom tržištu, ne postoji apsolutna zaštita. Dapače, treba paziti da ta zaštita nema suprotan učinak. Tako nam se npr. otvara pitanje opravdanosti zabrane ulaganja hrvatskih mirovinskih fondova u nekretnine (s obzirom na turističku orijentaciju zemlje). Posljedica nametanja velikih ograničenja u ulaganju, posebno u odnosu na mogućnost ulaganja izvan zemlje, potiče slično ponašanje mirovinskih fondova u pogledu investiranja (eng. *investment herding*), pa uslijed toga dolazi i do sličnosti u razini prinosa odnosno eventualnih gubitaka. Ipak, nemoguće je izbjeći razlike u prinosu čak i u slučajevima kada je riječ o malim gospodarstvima kao što je hrvatsko i činjenici da su dosad ulaganja mirovinskih fondova izvan zemlje bila znatno ograničena. Otvaranje mogućnosti ulaganja

mirovinskih fondova u imovinu država OECD-a najvjerojatnije će rezultirati većim raspršivanjem portfelja hrvatskih mirovinskih fondova na globalnoj razini, a time neminovno utjecati i na povećanje razlike u njihovim prinosima. Međutim, tome suprotan učinak može djelomično proizaći iz novih zakonskih odredbi o odgovornosti za zajamčeni relativni prinos.

Naprijed prikazani načini upravljanja rizikom prinosa te uklanjanja posljedica negativnih i nedostatnih prinosa umanjuju negativne učinke tržišnih fluktuacija na imovinu namijenjenu socijalnoj sigurnosti u starosti. Na državi je odgovornost uspostaviti i učinkovite primjene navedenih instrumenata. To je moguće samo ako se svi uključeni u te djelatnosti pridržavaju visokih profesionalnih standarda, a država osigura prikladne mehanizme nadzora. Sve to neće biti moguće bez razvoja upravne i sudske prakse koja će upotpuniti pravne standarde s kojima se često susrećemo u ovom području. Zbog prebacivanja tereta odgovornosti na pojedinca važno postaje njegovo informiranje o prednostima i rizicima kapitalno financiranog mirovinskog sustava te odgovornost države da mu osigura te informacije.

Također, s obzirom da je uspostavom obveznog miješanog, javno-privatnog mirovinskog sustava, težište odgovornosti za vlastitu sudbinu u starosti pomaknuto s države na pojedinca, onda je tom istom pojedincu potrebno, po našem mišljenju, ostaviti mogućnost odabira za njega najpovoljnijeg trenutka ostvarivanja prava na mirovinu iz obveznog kapitalno financiranog dijela (II. stupa). Odabir tog trenutka može biti uvjetovan vrijednošću njegovog udjela na financijskom tržištu, ali i brojnim drugim osobnim okolnostima (raspoloživim drugim приходima, štednjom, očekivanim rashodima i sl.). Stoga mislimo da bi *de lege ferenda* trebalo razdvojiti istodobno ostvarivanje prava na mirovinu iz I. i II. mirovinskog stupa. Dakle, predložimo da mogućnost

ostvarivanja mirovine iz II. stupa bude vezana za činjenicu korištenja mirovine iz I. stupa, ali da član obveznog mirovinskog fonda može sam slobodno odlučivati kada će to svoje pravo iz II. stupa ostvariti. Odgovornom i informiranom pojedincu treba ostaviti određeni prostor za izbor. To može smanjiti i pritisak na javne financije. Naime, prepuštanjem krajnjeg odabira dana ostvarivanja prava na mirovinu iz II. stupa pojedincu, moglo bi, po našem mišljenju smanjiti rizik implicitne materijalne odgovornosti države za funkcioniranje ovog dijela mirovinskog sustava.

Budući da će obvezni kapitalno financirani podsustav mirovinskog osiguranja s vremenom i u Hrvatskoj postajati sve važniji dio sustava socijalne sigurnosti, čini nam se da je razumijevanje bitnih postavki toga sustava, njegovih prednosti i nedostataka, uključujući i pitanje upravljanja rizikom prinosa i načinima zaštite od negativnih i nedostatnih prinosa, važno ne samo za one koji se bave financijskim tržištem nego i za sve one koji sudjeluju u kreiranju i ostvarenju socijalne sigurnosti. Neprihvatljivim nam se čini pristup koji na drugi dio mirovinskog sustava gleda samo sa stajališta njegovog doprinosa razvoju financijskog tržišta i gospodarskog rasta. Po nama je najmanje jednako važan pristup koji naglašava važnost tog podsustava za socijalnu sigurnost u starosti. Međutim, da bi stvaratelji socijalne politike i oni koji im u tome teoretski ili praktično pomažu mogli razumjeti i ocijeniti prednosti i nedostatke razvoja u tom području, moraju ovladati kategorijama i instrumentima financijskog tržišta. Naime, znanja i iskustva razvijena u području upravljanja velikim bogatstvima moraju se iskoristiti za imovinsku sigurnost starijih osoba.

LITERATURA

- Akrap, A. (2006). Aktualni osiguranici i umirovljenici u RH - očekivani trendovi do 2031. *Revija za socijalnu politiku*, 13(2), 127-150. doi:10.3935/rsp.v13i2.429
- Barr, N. (2000). Reforming pensions: Myths, truths, and policy choices. *IMF Working Paper, WP/00/139*. Retrieved October 26, 2007 from the International Monetary Fund Web site: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00139.pdf>
- Barr, N. (2002a). Reforming pensions: Myths, truths, and policy choices. *International Social Security Review*, 55(2), 3-36. doi:10.1111/1468-246X.00122
- Barr, N. (2002b). The pension puzzle: Prerequisites and policy choices in pension design. *IMF Economic Issues*, 29. Retrieved October 26, 2007 from the International Monetary Fund Web site: <http://www.imf.org/external/pubs/FT/issues/issues29/index.htm>
- Barr, N., & Rutkowski, M. (2005). Pensions. In N. Barr (Ed.), *Labor markets and social policy in Central and Eastern Europe: The accession and beyond* (pp. 135-170). Washington, DC: World Bank.
- Burtless, G. (2007). International investment for retirement savers: Historical evidence on risk and returns. *CRR WP 2007-5*. Retrieved September 29, 2007 from Center for Retirement Research at Boston College Web site: http://crr.bc.edu/images/stories/Working_Papers/wp_2007-5.pdf
- Brown, J., Hassett, K., & Smetters, K. (2005). Top ten myths of social security reform. *Elder Law Journal*, 13(2), 309-338.
- Chile News (2008). *International Analysis and Press department, Communication Secretaria, No. 92*, March 28, 2008. Retrieved April 9, 2008 from the Chilean Government Web site: http://www.chileangovernment.gov.cl/images/stories/Chile_Reports/chilenews92.pdf
- Council Directive 86/378/EEC of 24 July 1986 on the implementation of the principle of equal treatment for men and women in occupational social security schemes. *Official Journal L 225*, 12/8/1986, pp. 0040-0042.
- Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske (2007). *Žene i muškarci u Hrvatskoj 2007*. [datoteka s podacima]. Dostupno na mrežnim stranicama Državnog zavoda za statistiku: <http://www.dzs.hr>
- Galer, R. (2002). »Prudent person rule«: Standard for the investment of pension fund assets. *Financial Market Trends*, (83), 41-75.
- Gillion, C., Turner J., Bailey, C., & Latulippe, D. (Eds.). (2000). *Social security pensions: Development and reform*. Geneva: International Labour Office.
- Holzmann, R., & Hinz, R. (2005). *Old age income support in the 21st century: An international per-*

- spective on pension systems and reform*. Washington, DC: World Bank.
- Holzmann, R., James, E., Börsch-Supan, A., Diamond, P., & Valdés-Prieto, S. (2001). Comments on »Rethinking pension reform: Ten myths about social security systems« by Peter Orszag and Joseph Stiglitz. In R. Holzmann & J. E. Stiglitz (Eds.), *New ideas about old age security: Towards sustainable pension systems in the 21st century* (pp. 57-89). Washington, DC: World Bank.
- Kotlikoff, L. J. (1999). *The World Bank's approach and the right approach to pension reform*. Retrieved on March 10, 2008 from the Web site: <http://people.bu.edu/kotlikof/adb.pdf>
- Marušić, Lj. (2008). Prava osiguranika drugog stupa mirovinskog osiguranja. *Financije i porezi*, (1), 243-249.
- Murthi, M., Orszag, J. M., & Orszag P. R. (2001). Administrative cost under a decentralized approach to individual accounts: Lessons from United Kingdom. In R. Holzmann & J. E. Stiglitz (Eds.), *New ideas about old age security: Towards sustainable pension systems in the 21st century* (pp. 308-335). Washington, DC: World Bank.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2005). *Pensions at a glance: Public policies across OECD countries*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development Publishing.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2006). *OECD Guidelines on pension fund asset management*. Retrieved December 8, 2007 from the Organisation for Economic Co-operation and Development Web site: <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2007). *Survey of investment regulations of pension funds*. Retrieved December 12, 2007 from the Organisation for Economic Co-operation and Development Web site: <http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/38969997.pdf>
- Orszag, P. R., & Stiglitz, J. E. (2001). Rethinking pension reform: Ten myths about social security systems. In R. Holzmann & J. E. Stiglitz (Eds.), *New ideas about old age security: Towards sustainable pension systems in the 21st century* (pp. 17-56). Washington, DC: World Bank.
- Pension and Benefits Law (2007). *Code and ERISA sections as amended, detailed statutory history, excerpts from Committee Reports*. New York: Thomson, Research Institute of America.
- Potočnjak, Ž. (1999). Glavne značajke novog Zakona o mirovinskom osiguranju. *Pravo u gospodarstvu*, 38(4), 646-690.
- Potočnjak, Ž. (2000). Nova koncepcija i struktura hrvatskog mirovinskog sustava. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 50(5), 699-721.
- Potočnjak, Ž. (2001). Najniža mirovina. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 51(3-4), 557-586.
- Pravilnik o načinu i roku izračuna zajamčenog prinosa obveznog mirovinskog fonda. *Narodne novine*, br. 1/2008.
- Puljiz, V. (2007). Hrvatski mirovinski sustav: korijeni, evolucija i perspektive. *Revija za socijalnu politiku*, 14(2), 163-192. doi:10.3935/rsp.v14i2.698
- Puljiz, V., Bežovan, G., Šučur, Z., & Zrinščak, S. (2005). *Socijalna politika: povijest, sustavi, pojmovnik*. Zagreb: Pravni fakultet.
- Ravnić, A. (2004). *Osnove radnog prava: domaćeg, usporednog i međunarodnog*. Zagreb: Pravni fakultet.
- Stewart, F. (2007). Benefit security pension fund guarantee schemes. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 5*. Retrieved December 8, 2007 from the Organisation for Economic Co-operation and Development Web site: www.oecd.org/darf/fin/wp
- Strategija razvitka Republike Hrvatske »Hrvatska u 21. stoljeću« – Strategija razvitka mirovinskog sustava i sustava socijalne skrbi. *Narodne novine*, br. 97/2003.
- Tapia, W. & Yermo, J. (2007). Implications of behavioural economics for mandatory individual account pension systems. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 11*. Retrieved December 8, 2007 from the Organisation for Economic Co-operation and Development Web site: www.oecd.org/darf/fin/wp
- Thompson, L. H. (1999). Administering individual accounts in social security: The role of values and objectives in shaping options. *The Retirement Project, Urban Institute Occasional Paper No. 1*, 1999. Retrieved September 9, 2007 from the Urban Institute Web site: <http://www.urban.org/bio/LawrenceHThompson.html>
- Thompson, L. H. & Wilkin J. C. (2002) Can individual accounts really rescue social security?. *The Retirement Project, Brief Series 12*. Retrieved September 9, 2007 from the Urban Institute Web site: <http://www.urban.org/bio/LawrenceHThompson.html>
- United Nations Databases (2007). *Life expectancy statistics and projections* [data file]. Available from United Nations Web site: http://unstats.un.org/unsd/cdb/cdb_series_xrxx.asp?series_code=13630

- Walliser, J. (2003). Retirement guarantees in mandatory defined contribution systems. In O. S. Mitchell & K. Smetters (Eds.), *The pension challenge: Risk transfers and retirement income security* (pp. 238-250). New York: Oxford University Press. Retrieved July 13, 2007, from the Pension Research Council Web site: <http://www.pension-researchcouncil.org/publications/papers.php>
- Whitehouse, E. (2007). Life-expectancy risk and pensions: Who bears the burden?. *OECD Social, Employment and Migration Working Papers No. 60, DELSA/ELSA/WD/SEM(2007)15*. Retrieved April 7, 2008 from the Organisation for Economic Co-operation and Development Web site: <http://www.oecd.org/dataoecd/3/50/39469901.pdf>
- World Bank (1994). *Averting the old age crisis: Policies to protect the old and promote growth (A World Bank policy research report)*. New York: Oxford University Press.
- Zakon o mirovinskom osiguranju. *Narodne novine*, br. 102/1998, 127/2000, 59/2001, 109/2001, 147/2002, 117/2003, 30/2004, 177/2004, 92/2005, 43/2007, 79/2007.
- Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima i isplati mirovina na temelju individualne kapitalizirane štednje. *Narodne novine*, br. 106/1999, 63/2000, 107/2007.
- Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima. *Narodne novine*, br. 49/1999, 63/2000, 103/2003, 177/2004, 71/2007.

Summary

**RISK MANAGEMENT OF RETURNS
IN MANDATORY CAPITAL FINANCED PENSION SYSTEMS**

Željko Potočnjak, Ivana Vukorepa

*Faculty of Law, University of Zagreb
Zagreb, Croatia*

The introduction of pension systems of individual capitalized saving inspired an extensive debate on how to protect insured persons from different risks associated with the capital market. In the last few months, these issues have been made particularly relevant because of significant negative trends on the world capital markets, but also because of a large drop of the value of the assets that are traded on the Zagreb market, and in which Croatian pension funds are investing. The authors pay a special attention to the risk of returns, as they consider it to be the most important risk on which the level of pensions of the insured persons from the compulsory capital financed part of the pension system will largely depend. Differences in returns are possible not only in relation to the successfulness of the operation of the selected pension fund, but also considering the choice of the day on which the assets accumulated on the insured person's saving account will be transferred to the pension insurance company responsible for the payment of pensions. Therefore the modalities of risk management of returns are analysed from the theoretical and comparative standpoints, presenting the manners of protecting the assets of pension funds from the risk of negative or insufficient returns. The aforementioned issues are important in Croatia for the successfulness of the implementation of the project of multipillar pension system, in which one part is financed from the capital, and thus also for the social security of the citizens who will realise pensions from that system. These issues are important for understanding different challenges that capital financed systems are faced with, unlike pay-as-you-go pension systems.

Key words: pension, pension insurance, capital financing, certain contributions, risk of returns, portfolio restriction, prudent person rule, internal reserves, guarantee fund, relative return guarantee, lowest pension guarantee.