

Finančni trg na Hrvaškem

*Zdenko Prohaska**

The goal of this paper is to point out the importance of developing and restructuring the financial sector by analysing the Croatian financial system, i.e. the Croatian capital market and non-banking financial institutions such as insurance companies, pension funds and investment funds. Therefore, the turnover, market capitalisation and liquidity of the Croatian capital market will be analysed for the period 1996–2002, as will the role and importance of non-banking financial institutions. It has been found that the turnover, market capitalisation and liquidity of the Zagreb Stock Exchange is low compared to other Central and Eastern European markets. The share of non-banking financial institutions represents only about 12% of the total assets of all financial institutions in Croatia, while the share of banks is about 88%.

V procesu gospodarskega prestrukturiranja v tranzicijskih državah pride običajno do razvoja finančnih trgov kot dela celotnega finančnega sistema države. Razvijejo se primarni in sekundarni finančni trgi, vzporedno pa poteka uvajanje novih finančnih instrumentov, kot so obveznice, delnice in drugi vrednostni papirji.

V primeru Hrvaške je očitno, da je razvoj sekundarnega finančnega trga, to je Zagrebške borze vrednostnih papirjev in Varaždinskega OTC trga, skupaj s sprejetjem pravnega okvira, pripomogel k uveljavitvi dovolj transparentnega, dobro delujočega trga vrednostnih papirjev.

Toda v majhnih državah, kot je Hrvaška, se v primeru finančnih trgov vedno postavlja vprašanje, ali je možno doseči dovolj visoko tržno kapitalizacijo in obseg trgovanja, da bi trg lahko učinkovito opravljal svojo vlogo dodeljevanja finančnih virov, še posebej za poslovni sektor. Pogosto se porajajo vprašanja, kot so, kako zagotoviti zadostno likvidnost in se hkrati izogniti pretirani volatilnosti cen. Vidimo lahko, da je vloga nebančnih finančnih institucij zelo pomembna, zato jo bomo v nadaljevanju podrobneje razložili.

Da bi odgovorili na takšna in podobna vprašanja, bomo analizirali promet, tržno kapitalizacijo in likvidnost hrvaškega kapitalnega trga v letih 1996–2002. Pričakovati je, da bomo ugotovili, da se je v omenjenem obdobju struktura celotnega finančnega trga daljnosežno spremenila zaradi procesa privatizacije in drugih relevantnih dejavnikov, ki so pomembno vplivali na razsežnosti finančnega trga.

* Zdenko Prohaska, redni profesor na Ekonomski fakulteti Univerze na Reki, in pomočnik ministra, Ministrstvo za finance Republike Hrvaške

Poleg tega bomo v članku analizirali vlogo in delovanje (uspeh) nebančnih finančnih institucij, kot so pokojninski ter investicijski skladi in zavarovalniške družbe, da bi ugotovili, ali so le-te uspešno opravile vlogo gospodarskih finančnih posrednikov. Obstoječe probleme bomo analizirali, možne rešitve pa podrobneje predstavili.

TRG KAPITALA (KAPITALSKI TRG)

Hrvaški trg kapitala sestoji iz dveh delov: Varaždinske in Zagrebske borze vrednostnih papirjev. Varaždinski trg je bil ustanovljen marca leta 1993 kot prvi organizirani zunajborzni (odprti, OTC trg) trg na Hrvaškem. Ustanovljen je bil, ko je bila likvidnost nizka – na voljo so bile prve delnice, toda povpraševanje po njih je bilo majhno. Leta 2002 je bil Varaždinski OCM trg registriran kot druga borza vrednostnih papirjev na Hrvaškem.

Ker pa je Zagrebska borza poglavita institucija trgovanja z vrednostnimi papirji in kot taka bolj razvita, bomo v tem članku analizirali predvsem organizacijo, obseg trgovanja in strukturo le-te.

Zagrebska borza je nevladna in neprofitna institucija, ki jo je leta 1991 ustanovilo 25 bank in zavarovalniških družb. Na Zagrebški borzi obstajajo tri kotiranja: regularno kotiranje I in II, in kotiranje TN. Razpredelnica 1 prikazuje promet, obseg trgovanja in število vrednostnih papirjev, ki kotirajo na Zagrebški borzi.

Podatki kažejo, da je hrvaški trg vrednostnih papirjev še vedno v fazi

razvoja, toda napredek je očiten, še posebej v letu 2002. Zelo majhno število vrednostnih papirjev, ki kotirajo na Zagrebški borzi, je morda rezultat strogih kotacijskih zahtev v kotacijah I in II. Trenutno kotirajo vrednostni papirji le v dveh kotacijah: kotaciji I s tremi delnicami in kotaciji TN s 70 delnicami. Največje število delnic v kotaciji TN je posledica nizkih kotacijskih zahtev. Edina zahteva za kotiranje v tej kotaciji je prosta prenosljivost. Kljub temu število vrednostnih papirjev, ki kotirajo, še ne pomeni, da je trgovanje z vsemi veliko. Leta 1994 se je resnično trgovalo le s 5 vrednostnimi papirji, leta 1995 s 15 in leta 1996 z 20 vrednostnimi papirji. V letu 2002 je skoraj 90 % vrednostnih papirjev, ki so kotirali, zamenjalo svoje lastnike.

Trgovanje z obveznicami je bilo prej skoncentrirano v dveh vladnih obveznicah (JDA in JDB), sedaj pa je skoncentrirano v obveznicah Hrvaškega zdravstvenega zavarovanja, obveznicah Državne agencije za zavarovanje vlog in bančno rehabilitacijo ter v Skladu za povrnitev zasežene lastnine in v obveznicah Republike Hrvaške.

Pri trgovanju z delnicami sta prevladovali delnici, ki sta hkrati kotirali na Zagrebški in Londonski borzi, in delnice, ki so delovale v spojitvah in pripojitvah, torej delnice Plive in Zagrebačke banke.

Strukturo Zagrebske borze je mogoče analizirati glede na razpredelnico 1. Obveznice so vpisane v tej kotaciji, toda v letih 1994 in 1995 trgovanja z njimi ni bilo, ker sta bili komunalni obveznici izrazito nelikvi-

dni. Obstajala sta ločena trga za delnice in obveznice. Večji promet je bilo mogoče zaznati v letih 1996 in 1997 med obdobjem t. i. »bikovskega trga« na Zagrebški borzi.

Oktobra 2002 je Zagrebska borza začela izračunavati vrednost CROBIS-a – uradnega indeksa obveznic Zagrebske borze. Njegova osnovna vrednost je postavljena na 100 in predstavlja indeks cen tehtan s tržno kapitalizacijo.

Pri analizi teh podatkov se pojavlja precejšnje število novih, zanimivih problemov; trgovanje je pogosto majhno, tako da lahko cena delnice v času, ko ni trgovanja, cele tedne ostaja nespremenjena, in potem, ko se trgovanje pojavi, hitro precej spremeni svojo vrednost. V začetnih stadijih trgovanja udeleženci trga niso bili dovolj informirani o določenih delnicah, s katerimi se je trgovalo, kot tudi ne o splošnem procesu upravljanja s trgom.

V tem obdobju je obseg trgovanja Zagrebske borze relativno majhen. Vzroki za to so med drugim nizke zahteve domačega kapitala, nezadostno povpraševanje po vrednostnih papirjih, neučinkovit sistem poravnave, nizka likvidnost itd. V zadnjih letih se je obseg trgovanja povečal, ker dve delnici kotirata na Londonski borzi. Povezave med hrvaškim in evropskim ter svetovnim trgom vrednostnih papirjev oskrbujejo hrvaški finančni trg z aktualnimi informacijami s svetovnega trga. Tako lahko krize in razvoj na svetovnih trgih vplivajo tudi na hrvaški trg vrednostnih papirjev.

Če upoštevamo promet in strukturo Zagrebske borze, to je sekun-

Razpredelnica 1: Pregled poslovanja na Zagrebški borzi

(promet in tržna kapitalizacija v mio HRK)

Pregled poslovanja	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Promet – skupaj	1.230,6	2.094,7	928,8	548,7	1.990,4	1.684,9	5.879,2
delnice	987,4	1.532,1	624,3	527,2	1.529,2	968,5	1.171,4
obveznice	243,2	562,6	304,5	21,4	460,8	710,6	4.669,1
certifikati	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	5,8	8,2
pravice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,5
Obseg-trgovanja – skupaj	1.095.256	2.577.396	1.787.311	2.725.387	68.108.016	11.499.262	658.098.905
delnice	1.068.788	2.658.257	1.643.805	2.709.176	6.229.431	3.675.775	5.910.000
obveznice	26.468	97.139	143.506	16.211	60.820.132	92.232.311	597.087.864
certifikati	0	0	0	0	01.058.453	14.591.176	24.301.041
pravice	0	0	0	0	0	0	30.800.000
CROBEX	-	1.002,1	711,6	715,3	890,0	1.034,7	1.172,6
Tržna kapitalizacija	16.477,6	26.760,4	18.275,8	19.225,1	22.178,6	33.015,3	38.451,3
Število delnic, ki kotirajo	70	82	54	65	64	66	73
Kotacija I	2	4	6	6	4	4	3
Kotacija TN	68	78	48	59	60	62	70
Število obveznic, ki kotirajo	7	7	6	6	38	39	42
Število vrednostnih papirjev, s katerimi se je trgovalo	45	52	40	43	44	60	66

Vir: Pregled trgovanja, Zagrebska borza vrednostnih papirjev

darnega finančnega trga na Hrvaškem, lahko ugotovimo, da ima resne težave z likvidnostjo.

Za nadzor nad udeleženci primarnih in sekundarnih trgov je zadolžena Komisija za vrednostne papirje in menjavo RH (CROSEC).

Za hrvaški trg so značilne težave s postopki poravnave. Zaradi predvidenih težav v bližnji prihodnosti bi se številni investitorji morda odločili prodati že danes, kar pa zaradi počasnih postopkov poravnave ni mogoče. To je za investitorje seveda velik problem pa tudi veliko tveganje, saj ne morejo reagirati tako hitro, kot bi želeli oz. morali. Pod vplivom novega Zakona o vrednostnih papirjih, Hrvaška osrednja depozitar na agencija (SDA) nadomešča proces poravnave s procesom, po katerem se bo prenos lastništva izvrševal na dan poravnave. SDA je uvedla pogodbeno poravnavo 8. novembra 1999, in sicer za 10 izdajateljev. SDA zagotavlja poravnavo udeležencem, ki izpolnjujejo svoje poravnalne obveznosti. To pomeni, da je SDA nasprotna stran vsemu trgovanju, sprejetemu za pogodbeno poravnavo. Za slabo likvidnost sta odgovorna tako neučinkovit sistem poravnave kakor tudi elektronski trgovni sistem TEST 1, ki je bil do pred nedavnim off-line sistem. Sedaj

poteka trgovanje na Zagrebški borzi skozi informacijski kanal MOST (MOSTich). MOSTich zagotavlja dostavljanje aktualnih informacij z Zagrebške borze, ki so na voljo prek svetovnega spleta.

ZSE je začela objavljati indeks CROBEX 1. septembra 1997. To je uradni ponderirani/tehtani indeks kapitalizacije delnic Zagrebške borze. Ustanovitveni datum indeksa je 1. julij 1997, njegova osnovna vrednost pa je 1000. Kot je razvidno iz zgornje razpredelnice, indeks CROBEX v prvih treh letih po uvedbi ni bil na svoji osnovni vrednosti. Prvič je indeks padel za okrog 20 % oktobra po azijski finančni krizi. Naslednjič je padel za približno 50 % med aprilom in septembrom 1998 po krizi v Rusiji in dosegel najnižjo točko v zgodovini 1. septembra 1998. Po tem je začel rasti in v zadnjih dveh letih stalno narašča. Leta 2002 je CROBEX narasel za 13,3 % v primerjavi z letom 2001.

Razpredelnica 2 prikazuje kazalnike razvoja trga vrednostnih papirjev. Iz teh podatkov lahko sklepamo, da je v teh letih tržna kapitalizacija predstavljala približno 13% BDP in da je bilo najvišje razmerje doseženo leta 1997 (21,4 %), saj je bila takratna tržna kapitalizacija

26.760,4 milijona HRK. Ker gre za trgovanje z le majhnim številom delnic, je tržna kapitalizacija relativno visoka, in sicer zaradi velikega števila podjetij, ki kotirajo na borzi. Celotni promet leta 1997 je bil velik, od leta 1995 je narasel za kar desetkrat. Delež prometa v BDP se je od takrat zmanjšal, prav tako tudi hitrost prometa, ker se je trg zmanjševal. Leta 2002 je promet spet narasel in dosegel 20,3 %, predvsem zaradi povečanega trgovanja z obveznicami.

V nasprotju s prejšnjimi leti je leta 2002 trgovanje z obveznicami obvladovalo celotni obseg trgovanja na Zagrebški borzi. To je bilo še bolj opazno v drugi polovici leta. Obveznica, s katero se je trgovalo največ, je obveznica Republike Hrvaške, ki dospe leta 2012. Trgovanje z njo je predstavljalo približno polovico celotnega trgovanja z obveznicami med julijem in oktobrom 2002.

Povzamemo lahko, da so poglaviti razlogi za majhen promet in likvidnost Zagrebške borze naslednji:

a) bančna posojila, na voljo podjetjem, so cenejša, kot je izdaja podjetniških obveznic;

b) vladi ni uspelo vzpodbuditi privatiziranih javnih družb, da bi kotirale na Zagrebški borzi;

c) uprava hrvaških podjetij poskuša obdržati nadzor s tem, da se izogiba kotiranju na sekundarnem trgu kapitala;

d) obstoj dveh borz vrednostnih papirjev na majhnem finančnem trgu.

NEBANČNE FINANČNE POSREDNIŠKE INSTITUCIJE

Na Hrvaškem finančnem trgu prevladujejo banke in ne bančne finančne institucije, kar je jasno raz-

Razpredelnica 2: Kazalniki razvoja trga vrednostnih papirjev.

Promet, tržna kapitalizacija in BDP (v mio HRK)

leto	BDP	Tržna kapitalizacija/BDP	Promet/BDP	Hitrost prometa
1996	107.980,6	15,2 %	1,1 %	6,0 %
1997	123.810,7	21,6 %	1,9 %	5,7 %
1998	137.603,7	13,3 %	0,7 %	3,4 %
1999	142.700,1	13,5 %	0,4 %	2,7 %
2000	157.511,4	14,1 %	1,3 %	5,0 %
2001	168.971,7	19,5 %	1,0 %	2,3 %

Vir: Pregled trgovanja, Osrednji urad za statistiko in Ministrstvo za finance, Zagrebška borza 1997–2002.

Razpredelnica 3: Aktiva finančnih institucij na Hrvaškem

Aktiva finančnih institucij	Dec. 1999		Dec. 2000		Dec. 2001		Junij 2002	
	znesek	%	znesek	%	znesek	%	znesek	%
Ob koncu obdobja, v mio HRK in odstotkih								
1 Banke	93.251,5	89,3	109.949,1	88,8	142.605,6	89,3	146.104,2	88,0
2 Zavarovalniške družbe	7.620,2	7,3	8.615,5	7,0	9.670,1	6,1	10.709,0	6,4
3 Investicijski skladi	408,7	0,4	685,1	0,6	2.044,8	1,3	5.395,3	3,2
4 Zadržne hranilnice in posojilnice	675,3	0,6	793,6	0,6	982,3	0,6	1.092,9	0,7
5 Hranilnice in posojilnice (stanovanjske banke-stanovanjske hipotekarne družbe)	152,3	0,1	513,8	0,4	1254,0	0,8	1423,1	0,9
6 Privatizacijski investicijski skladi	2.335,0	2,2	3.242,2	2,6	3.183,3	2,0	610,3	0,4
7 Pokojninski skladi							722,6	0,4
skupaj	104.442,9	100,0	123.799,3	100,0	159.740,1	100,0	166.057,4	100,0

Vir: Hrvaška narodna banka, Komisija za vrednostne papirje in menjavo RH

vidno iz razpredelnice 3, ki kaže delež različnih finančnih institucij v skupni aktivni Hrvaške:

Razpredelnica 3 prikazuje, da je bil bančni delež v skupni aktivni od konca leta 1999 precej stabilen. Prevlada bank ni preveč ogrozila niti hitra rast investicijskih skladov in obveznih zasebnih pokojninskih skladov.

Kot vidimo v razpredelnici 4, imajo banke v sredini leta 2002 v lasti večino aktive in največji delež aktive v BDP, vendar je njihovo število manjše kot število združenih hranilnic in posojilnic, bank pa je približno toliko kot zavarovalniških družb in investicijskih skladov. To pomeni, da obstajajo številne nebančne institucije, ki imajo v celotni aktivni finančnega sistema precej majhen delež in majhen delež v državnem BDP.

Struktura finančnih trgov je razvidna iz razpredelnice 5, ki kaže rela-

tivno relevantnost različnih tipov finančnih instrumentov. Vidimo lahko, da prevladujejo bančna posojila, a ne do obsega, ki ga ima bančna aktivna v celotni aktivni finančnega sistema. Vzrok je v tem, da imajo banke v svojih portfeljih lastniških vrednostnih papirjev tudi obsežne portfelje delnic in obveznic.

Razpredelnica 6 kaže relativno velikost podsektorjev kot delov finančnega sektorja na Hrvaškem in v nekaterih drugih tranzicijskih državah. Zanimivo je, da tudi na finančnih trgih Poljske in Češke, ki se bosta kmalu pridružili EU, banke nadzorujejo 85,9 oz. 89,1% celotne finančne aktive. Iz

tega lahko sklepamo, da se bo sedanja prevlada bank v hrvaškem finančnem sistemu zelo verjetno nadaljevala, ne glede na nadaljnje poglobljanje trga, nove finančne storitve in večjo izurjenost investitorjev.

Poleg že omenjenega kaže razpredelnica 6, da je število bank na Hrvaškem relativno veliko večje kot na Češkem ali Madžarskem, v državah s skoraj dyakrat večjim številom prebivalstva. Če upoštevamo le banke, ne pa združenih hranilnic in posojilnic, lahko pridemo do ugotovitve, da je bilo v vseh državah, z izjemo Poljske, prisotnih več nebančnih finančnih institucij.

Razpredelnica 5: Struktura finančnega trga

Financiranje v Republiki Hrvaški, julij 2002	Znesek	% celotnega zneska	% BDP
Bančna posojila	85.956,70	68,4	50,8
Tržna kapitalizacija/delnice	29.799,90	23,7	17,6
Tržna kapitalizacija/obveznice	9.820,42	7,8	5,8
Skupaj	125.577,02	100,0	74,2

Vir: Hrvaška narodna banka, Zagrebska borza

Razpredelnica 4: Deleži finančnih institucij v BDP

(v milijonih HRK in odstotkih)

Relativna relevantnost finančnih institucij na Hrvaškem, junij 2002	Aktiva	% celotne aktive	Število institucij	% celotnega števila	Aktiva kot % BDP
Banke	146.104,2	88,0	47	22,6	86,3
Zavarovalniške družbe	10.709,0	6,4	25	12,0	6,3
Investicijski skladi	5.395,3	3,2	23	11,1	3,2
Združne hranilnice in posojilnice *	1.092,9	0,7	100	48,1	0,6
Hranilnice in posojilnice (stanovanjske banke, stanovanjske hipotekarne družbe/zadruge)	1423,1	0,9	3	1,4	0,8
Privatizacijski investicijski skladi	610,3	0,4	3	1,4	0,4
Pokojninski skladi	722,6	0,4	7	3,4	0,4
Skupaj	166.057	100,0	208	100,0	98,1
BDP	20.263 USD 169.318 HRK				

* linearna ocena temelječa na stanju decembra 2001

Vir: Hrvaška nacionalna banka, Komisija za vrednostne papirje in menjavo

Razpredelnica 6: Relativna velikost finančnih podsektorjev na Hrvaškem in v drugih tranzicijskih državah

	Slovenija	Poljska	Češka	Madžarska	Estonija	Latvija	Litva	Hrvaška
BANKE IN DRUGE KREDITNO/DEPOZITNE INSTITUCIJE								
Celotna aktiva (v milijardah EUR)	19,4	136,0	87,0	42,0	4,4	6,2	4,4	20,3
Število bank	21	713	38	33	7	22	13	47
Število specializiranih kreditnih institucij				8			41	
Število hranilnic	3							3
Število združenih hranilnic in posojilnic	45			191				100
Celotno število institucij	69	713	38	232	7	22	54	150
ZAVAROVANJA								
Celotna aktiva v milijardah EUR)	1,8	13,3	6,4					1,5
Število institucij	15		43	22	13	26	31	25
INVESTICIJSKI SKLADI								
Celotna aktiva v milijardah EUR)	2,5	3,5	2,5					0,7
Število institucij	53	85	136	51		7	42	23
POKOJNINSKI SKLADI								
Celotna aktiva		5,5	1,7					0,1
Število institucij			14	190		2		7
SKUPAJ								
Celotna aktiva (v milijardah EUR)	23,7	158,3	97,6	42,0	4,4	6,2	4,4	22,6
Število institucij	137	798	231	495	20	57	127	205

Vir: Narodne osrednje banke in borze

Zavarovalniške družbe

Čeprav je zavarovalniški sektor na Hrvaškem relativno majhen in slaborazvit, zavarovalniška industrija v zadnjih nekaj letih hitro raste in se uveljavlja s spojitvami in pripojitvami. Tako za tuje firme, ki želijo prodreti na hrvaški trg, ni večjih omejitev. Leta 1994 je bil uveden nov zavarovalniški zakon (Insurance Law), in sedanji pravni okvir upošteva priporočila EU, a ga bo potrebno v letih 2003 in 2004 še nadalje uglasiti in prilagoditi novim direktivam EU.

V letu 1999 je obstajalo 26 zavarovalniških družb, izmed katerih je večina (20) v domači lasti. Večinski lastniki preostalih šestih pa so tuje zavarovalniške družbe, kot so: Merkur osiguranje, d.d. – 100 %, Sava osiguranje, d.d. – 95,8 %, Uniqa osiguranje, d.d. (leta 1999 pod imenom Austrija osiguranje) – 90 %, Wiener Staedtsche osiguranje, d.d. – 90 %, GRAWE Hrvatska (leta 1999 pod imenom Prima osiguranje) – 98 % in Allianz osiguranje, d.d. – 52 %. Leta 2000 se je število družb povečalo na 27, se nato v letu 2001 zmanjšalo na 25 in se leta 2002 spet povečalo na 26.

Na Hrvaškem so tri zavarovalniške družbe v javni lasti. Največja zavarovalniška družba Croatia osiguranje, d.d., je do privatizacije še vedno last Republike Hrvaške (77,5 %). Pri družbi Jadran osiguranje je 17,8 % delnic v lasti Hrvaškega privatizacijskega sklada, pri družbi Croatia Loyd pa je 94,6 % delnic v lasti podjetja Croatia osiguranje, d.d.

Trg je zelo zasičen z vrednostnimi papirji družbe Croatia osiguranje, d.d., ki je edina zavarovalniška družba s tržnim deležem večjim od 5 %.

Croatia osiguranje, d.d., ima največji tržni delež (54,6 % – 1999) v neživljenjskih zavarovanjih, življenjsko zavarovanje pa predstavlja le 5,3 % celotnega portfelja. Portfelji zavarovalniških družb se izenačuje, toda še vedno je največ portfelja na avtomobilskem zavarovanju. To zavarovanje je tehnično negativno v številnih državah, tudi na Hrvaškem. Če bi bilo moč premije za življenjsko zavarovanje odbiti neposredno od dohodka bi, dolgoročno gledano, lahko ta prihranek investirali na hrvaškem trgu. GRAWE Hrvatska

Razpredelnica 7: Zavarovalniške družbe na Hrvaškem/premije in aktiva (v mio HRK)

	Bruto premija			Aktiva	Število družb skupaj
	življenjsko	neživljenjsko	skupaj		
1997	396,4	3.119,9	3.516,3	5.120,9	20
1998	590,2	3.481,4	4.071,6	6.062,1	24
1999	684,8	3.651,5	4.336,3	7.620,2	26
2000	759,2	3.771,4	4.530,6	8.615,5	27
2001	925,2	4.173,5	5.098,7	9.670,1	25
2002	1.152,4	4.426,4	5.578,8	11.096,8	26

Vir: Direktorat za nadzor zavarovanja

(prej imenovana Prima osiguranje) je zavarovalniška družba, v kateri predstavlja življenjsko zavarovanje 83 % celotnega portfelja, kar je največji odstotek na Hrvaškem.

Tekmovalnost med zavarovalnicami je vsak dan večja. Cene premij padajo in posledično je tudi premijski dohodek za isti portfelj nižji. Pomembno dejstvo za zavarovalniški trg je, da se z zakonskim uvajanjem novih provizij pogoji poslovanja zelo približujejo sistemu, ki velja v Evropski uniji. To ne velja le za zavarovalniške družbe, temveč tudi za operacije agentov in borznih posrednikov. Prvič so tudi zahteve za ustanavljanje in delovanje borznih posrednikov in agentov določene s posebnim predpisom, ki določa minimalni znesek vloženega začetnega kapitala kot tudi minimalno število strokovno usposobljenih zaposlenih, ki morajo opraviti tudi poseben izpit.

Poglavitne težave v zavarovalniški industriji so podobne tistim v drugih institucijah v finančnem sektorju:

- težave z zemljiško knjigo, kar močno vpliva na možnost investiranja v hipoteke;
- težave, ki nastanejo zaradi nekonsistentnosti pri pravnih interpretacijah različnih sodišč;
- pomanjkanje finančnih instrumentov, kot so npr. hipotekarne obveznice na primarnih in sekundarnih kapitalnih trgih; le-te bi omogočile učinkovitejšo diverzifikacijo tveganja.

Pokojninski skladi

Med leti 1991 in 2001 je državni pokojninski sklad deloval po načelu »dokladnega« (pay-as-you-go) sistema (PAYG). Odvisnostno razmerje je bilo visoko, saj je vsakega upokojenca financiral le uslužbenec in pol. Že nekaj časa namreč obstaja negativen demografski trend, ki lahko v prihodnosti zruši celotni sistem. Zato se je Hrvaška odločila uvesti pokojnin-

sko reformo po sistemu »treh stebrov«. Javni pokojninski »PAYG sistem« naj bi tako dopolnjevala dva zasebno vodena, v celoti financirana stebra – obvezni (drugi steber) in prostovoljni (tretji steber). Za uspešno delovanje teh dveh stebrov je potrebno ustvariti ustrezno finančno infrastrukturo, vključno z ustanovitvijo zasebnih pokojninskih skladov, ki bodo sprejemali in investirali delež pokojninskega prispevka. Reforma pokojninskega sistema se je začela leta 2001.

Vse osebe, ki so bile 1. januarja 2002 mlajše od 40 let, so morale v regulirane pokojninske sklade prispevati 5 % svojega dohodka, osebam, ki so bile na isti dan stare od 40 do 50 let, pa je bilo prispevanje v takšne sklade dovoljeno. Za registracijo udeležencev pokojninskih skladov skrbi REGOS, medtem ko sklade same regulira HAGENA. Sedem skladov je bilo oblikovanih (primarno kot podružnice oz. filiale, skupne naložbe bank) z namenom privabiti udeležence. Da bi lahko še naprej deloval, mora vsak sklad do leta 2003 privabiti 80.000 članov, cilj, ki so ga doslej dosegli šele trije skladi, zato je pričakovati združitev večjega števila skladov.

Kot je razvidno iz zgornjih podatkov, so skladi leta 2002 pridobili veliko število članov, tako da njihove premije, pa tudi celotna aktiva, hitro rastejo. To pomeni, da bodo v nekaj letih pokojninski skladi, kar zadeva celotno aktivo, tekmovali z zavarovalniškim sektorjem, ki je danes takoj za bankami.

Poglavitni problemi danes delujočih pokojninskih skladov so naslednji:

a) njihova velikost v primerjavi s celotnim trgom (zelo visoko povpraševanje po t. i. borznih »blue chipih«, kjer je na voljo zelo omejeno število delnic in obveznic v prvi borzni kotaciji);

b) obstoj konservativnih investicijskih omejitev, še posebej v tujih vre-

Razpredelnica 8: Mandatorni (obvezni) pokojninski skladi na Hrvaškem – premije in aktiva (v mio HRK)

	Število pokojninskih skladov	Člani	Neto premije	Skupna aktiva
2001	7	217.502		
2002	7	938.434	1.923,6	2.036,9

Vir: Harena

dnostnih papirjih, kar naj bi preprečilo portfeljske izgube.

c) izpostavljenost valutnemu tveganju, saj je večina vladnih obveznic indeksirana v tujih valutah, večinoma v evrih, medtem ko se pokojninske ugodnosti izplačujejo v domači valuti.

Investicijski skladi

Privatizacijski investicijski skladi

Število privatizacijskih investicijskih skladov (PIF-ov) je bilo določeno z obliko certifikatskega (kupon-skega) programa privatizacije. Z novim privatizacijskim zakonom se je na Hrvaškem začela kuponska privatizacija, kot tako imenovani »mini množični« privatizacijski program leta 1997, namenjen relativno majhni ciljni skupini ljudi, predvsem žrtvam vojne.

Poglavitni namen kuponskega programa privatizacije je bil opazno pospešiti transfer aktiv k zasebnemu sektorju. Velika večina družb v portfelju Hrvaškega privatizacijskega sklada je bila med programom večinsko prodanih, tako so bile prodane delnice skupaj 471 družb.

Da bi se izognili nekaterim napakam in pomanjkljivostim v kuponskih privatizacijskih programih, po prejšnjem izpeljanih v državah CEE, oziroma da bi jih vsaj omilili, so morali investicijski skladi, registrirani pri CROSEC (Croatian Securities and Exchange Commission), zadostiti nekaterim zahtevam: prvič, položiti depozit v znesku 12.500.000 HRK na poseben račun za financiranje vseh njihovih aktivnosti v obdobju zbiranja certifikatov (pristojbina za upravljanje se ne zaračunava), in drugič, za sodelovanje pri dražbenem licitiranju so morali zbrati najmanj 100.000.000 investicijskih točk. Ker so bile zahteve za sodelovanje v »mini množični« privatizaciji za upravitelje skladov ostre, se je do začetka leta 1998 pri CROSEC registriralo in pridobilo licenco Ministrstva za privatizacijo le 7 upraviteljev.

Eden izmed upraviteljev skladov prihaja iz tujine (Expandia Invest), drugi je združen poslovni projekt med tujo in domačo družbo (EPIC invest – EPIC Dunaj, Avstrija in borzno posredniška hiša ICF v Zagrebu, Hrvaška). Drugi upravitelji skladov so domače institucije, večino izmed njih so ustanovile banke, zavarovalniške družbe ali borzoposredniške hiše na Hrvaškem.

Glede na rezultate končnih dražb, ko so investicijski skladi zamenjali certifikate v delnice CPF-ja, in prvo leto kotiranja PIF-ov na Hrvaškem OTC trgu lahko izpostavimo štiri pomembne značilnosti, ki utegnejo vplivati na obnašanje investicijskih skladov do vladanja podjetjem:

1. visoka disperzija delnic skladov v družbah na seznamu;

2. obstoj le majhnega števila družb, kjer ima eden izmed PIF-ov večino delnic;

3. večina družb na seznamu CPF-ja ima izgubo v zadnjih letih;

4. vrednotenje družb je pokazalo znatno manjšo ocenjeno realno vrednost, kot pa je njihova nominalna vrednost. Nasplošno je bil uspeh PIF-ov v letih 1999 in 2000 slab zaradi knjižnih (računovodskih) izgub in slabe likvidnosti ter nizkih cen delnic pri trgovanju na OTC trgu na Hrvaškem. Toda v letih 2001 in 2002 so cene delnic PIF-ov narasle

zaradi bližajoče se transformacije skladov v zaprte naložbene sklade.

Kot vidimo v razpredelnici 9, celotna aktiva PIF-ov na Hrvaškem finančnem trgu ni bila zanemarljiva, toda velik odstotek teh portfeljev je bil investiran v nelikvidne delnice podjetij, ki so poslovala z izgubo, torej je bilo potrebno najti prave podjetnike, pripravljene prestrukturirati podjetja.

Zaprte naložbeni skladi

Ob koncu leta 2002 se je pet PIF-ov usmerilo v zaprte naložbene sklade, kjer sta do takrat obstajala le dva takšna sklada.

Odprti naložbeni skladi

Ob koncu leta 2002 je bilo na Hrvaškem 23 odprtih naložbenih skladov, od katerih jih je 6 investiralo v obveznice, 6 v instrumente denarnega trga, 5 v lastniške vrednostne papirje, 6 pa je bilo mešanih skladov, ki so investirali v obveznice in lastniške vrednostne papirje.

Kar zadeva celotno aktivno (2,5 milijarde HRK) leta 2002, so bili najpomembnejši skladi skladi denarnega trga, ki so predstavljali 63,6 % celotne aktive, tem so sledili skladi, vlagajoči v obveznice s 26,0 %, mešani skladi s 7,4 % in skladi lastniških vrednostnih papirjev s 3,1%.

POGLED V PRIHODNOST

Očitno je, da trg kapitala na Hrvaškem ni dobro razvit, kljub temu pa je mogoče na tem področju zaznati nekaj pozitivnih prizadevanj. Po desetletju praktično neobstoječe-

Razpredelnica 9: Privatizacijski investicijski skladi na Hrvaškem – aktiva (v mio HRK)

Leto	Celotna aktiva v HRK	Celotna aktiva v EUR	Število aktivnih investicijskih skladov (IF)	Število registriranih investicijskih skladov (IF)	Rast
1998	/	/	/	/	-
1999	2.416,1	317,9	7	7	-9,2
2000	3.174,5	417,7	7	7	31,4
2001	3.170,4	417,2	7	7	-0,1
2002	388,5	51,1	2	2	-1,0

Vir: Komisija za vrednostne papirje in menjavo RH (Securities And Exchange Commission)

Razpredelnica 10: Zaprti naložbeni skladi na Hrvaškem – aktiva (v mio HRK)

Leto	Celotna aktiva v HRK	Celotna aktiva v EUR	Število aktivnih investicijskih skladov (IF)	Število registriranih investicijskih skladov (IF)	Rast
1998	/	/	/	/	-
1999	374,9	49,3	2	2	-
2000	486,6	64,0	2	2	29,8
2001	608,1	80,0	2	2	25,0
2002	2.658,6	349,8	6	6	-10,9

Vir: Komisija za vrednostne papirje in menjavo RH (Securities And Exchange Commission)

ga trga z obveznicami je konec leta 2002 na domaćem trgu kapitala kotiralo 42 obveznic in 73 delnic. Tudi reforma pokojninskog sistema pomaga stvarjati veliko povpraševanje po delnicah in zadolžnicah.

Zdi se, da sta najveći težavi pomankanje visokokvalitetnih finansičnih instrumentov in njihova niska likvidnost. Zadolžnice so šele po letih zanemarjanja prepoznali kot možen instrument trgovanja.

Zakonsko dobro organizirano okoliše je predpogoj za učinkovitost in transparentnost trga z vrednostni-

nančne institucije na Hrvatskem, še posebej z:

a) izboljšanjem učinkovitosti trga kapitala (le ena borza vrednostnih papirjev, ne dve);

b) z regionalno kooperacijo kapitalnega trga (spojitve ali kooperacije med regionalnimi borzami, povezava z eno izmed borz v EU);

c) z eksternim financiranjem – bolj z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev kot pa zadolžnic (davčne spodbude/olajšave, kapitalški dobiček, dividende itd.);

Razpredelnica 11: Odprti naložbeni skladi na Hrvatskem – aktiva v mio HRK

Leto	Celotna aktiva v HRK	Celotna aktiva v EUR	Število aktivnih investicijskih skladov (IF)	Število registriranih investicijskih skladov (IF)	Rast
1997	6,7	0,9	1	1	-
1998	2,9	0,4	2	4	-56,8
1999	25,3	3,3	3	5	771,8
2000	169,5	22,3	5	10	569,3
2001	1.307,3	172,0	10	15	671,3
2002	2.462,9	324,1	23	27	6,4

Vir: Komisija za vrednostne papirje in menjavo RH (Securities And Exchange Commission)

mi papirji. Bistvene funkcije je treba določiti z zakoni in predpisi ter s splošno sprejetimi načini dela. Nacionalne zakone in predpise je potrebno dopolniti z zakonodajo in direktivami EU. Ureditev trga z vrednostnimi papirji ima tako disciplinarno kot tudi razvojno vlogo. Pri tem so nadvse pomembni trdna institucionalna struktura ter jasno definirana pravila za domače in tuje investitorje. Diskriminatorno ali kazensko obdavčevanje institucionalne in tuje investitorje še posebej odvrne. Treba je razviti tudi domače institucionalno povpraševanje. Razlike v standardih in računovodskih standardih je treba revidirati in izmeriti. Nadvse pomembne so tudi povezave med trgov vrednostnih papirjev in bančnim sektorjem, še posebej sistem izplačevanja in ureditev menjave tujih valut.

Za zagotovitev rasti institucionalnih investitorjev, kot so pokojninski skladi, zavarovalniške družbe in investicijski skladi, je nujen razvoj nebančnih finančnih institucij.

Za doseg te ciljev je potrebno razvijati trg kapitala in nebančne fi-

d) s povečanjem zaloge lastniških vrednostnih papirjev in delnic (spodbuda podjetjem, da začnejo kotirati na sekundarnem trgu kapitala);

e) z nadaljnjim razvojem in izboljšanjem tržnih regulacij (zakonodaja EU, mednarodni standardi, CROSEC);

f) s spremembo omejitev, ki zavajajo portfeljsko diverzifikacijo pokojninskih skladov (v času približevanja EU bi lahko nekatere investicijske omejitve ublažili ali ukinili);

g) s prilagajanjem zavarovalniškega sektorja standardom EU (nadzor, nov zavarovalniški zakon);

h) z ukinitvijo nekaterih omejitev, ki veljajo za tuje investitorje, ki si želijo investicij na domaćem finančnem trgu.

VIRI:

1. Allen, F., Douglas, G., (2000): Comparing Financial Systems. Cambridge: MIT, pp. 507.
2. IMF Staff Country Report No. 98/90, (1998): Republic of Croatia: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF, September 1998..
3. IMF Staff Country Report No. 00/22, (2000): Republic of Croatia: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF, February 2000.

4. Lieberman, I.W., Kirkness, C.D., (1998): Privatization and Emerging Equity Markets. Washington D.C.: The World Bank, pp. 144.

5. Miljan, I., (1999): The Country in Transition and Securities Market as an Emerging Market, in: Third International conference on "Enterprise in Transition", University of Split, Faculty of Economics Split, Split – Šibenik, May 27–29, 1999, pp. 617.

6. Ministry of Finance (2002), Program of Consolidated Supervision of Financial Institutions and Financial Market, Republic of Croatia, December, 2002.

7. Osiguranje u Hrvatskoj, Specijalno izdanje, Privredni vjesnik / Hrvatski poslovno-finanacijski tjednik, listopad 2000, godina XLVII, broj 3174.

8. Potter, B., (1999): Damage Control, Croatia's Central Bank Flexes its New Muscles, Business Central Europe, April 1999.

9. Primorac, Ž., (2000): Kuda i kako dalje?, Hrvatsko bankarstvo, in: Banke Hrvatska & svijet, Specijalno izdanje, Privredni vjesnik / Hrvatski poslovno-finanacijski tjednik, Srpanj 2000, Broj 3158, pp. 2–4.

10. Prohaska, Z., Eltz, G., (2001): Investment Funds and Corporate Governance in Croatia's Mass Privatization, in Montanheiro, L., Spiering, M.: Public and Private Sector Partnerships: The Enterprise Governance. Sheffield: Sheffield Hallam University Press, pp. 431–444.

11. Prohaska, Z., Miljan, I., (1997): European Financial Market and Financial market in Croatia (A Comparative Approach), in: First International conference on "Economic System of European Union and Adjustment of the Republic of Croatia", Faculty of Economics Rijeka, Facolta di Economia di Trieste, Rijeka, April 24–25, 1997, pp. 147–160.

12. Prohaska, Z., (1999): Introduction of EURO and its Implications for European and Croatian Financial System in: Second International conference on "Economic System of European Union and Adjustment of the Republic of Croatia", Faculty of Economics Rijeka, Facolta di Economia di Trieste, Rijeka, April 22–23, 1999.

13. Ribnikar, I., (2000): Financial Intermediation in a Small (Transition) Economy. Economic and Business review, Vol. 2, No. 2, Ljubljana, pp. 113–125.

14. Survey by the Staff of the International Monetary Fund (1997): Global Economics Prospects and Policies, in World Economic Outlook, IMF, May 1997, <http://www.imf.org/external/pubs/>.

15. Survey by the Staff of the International Monetary Fund (1998): Global Economics Prospects and Policies, in World Economic Outlook, IMF, 1998 <http://www.imf.org/external/pubs/>.

16. Škreb, M., (1998): Economic Transition in Croatia: An Insider's View, National Bank of Croatia Surveys, NO.11, September, 1998.

17. Šonje, V. (1996): Capital Markets Developments in Croatia, draft for Survey edition, Croatian National Bank, December 1996

18. Zagreb Stock Exchange, Trading Summary, 1997–2002.

