

## VI. PORTFELJ ZAVODA

### 1. PORTFELJ ZAVODA NA DAN 31. PROSINCA 2004.

Portfeljem Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje u 2004. gospodario je Hrvatski fond za privatizaciju (HFP) na temelju Ugovora o gospodarenju dionicama i poslovnim udjelima<sup>1)</sup>, a do potpisivanja ugovora portfeljem je gospodarilo Hrvatsko mirovinsko osiguranje d.o.o. Zagreb (HMO).

S obzirom na to da HFP do kraja veljače 2005. nije dostavio izvješće o stanju portfelja Zavoda na dan 31. prosinca 2004., izvješće je pripremljeno prema podacima HMO-a, koji za Zavod i dalje priprema i prati sve podatke koji se tiču vlasništva dionica i/ili poslovnih udjela (prodaja dionica, ustupanje dionica za kapitalne izdatke, oglasi o otvaranju stečaja u određenom društvu, smanjenje temeljnog kapitala, kao i evidencija naknadnog stjecanja dionica, prema odlukama HFP-a).

Izvješće sa stanjem portfelja na dan 31. prosinca 2004. pripremljeno je na temelju podataka o prijenosu portfelja na gospodarenje u HFP na dan 27. srpnja 2000. i podataka o svim promjenama nakon obavljenog prijenosa, koje je HFP dostavljao HMO-u tijekom 2004. a to su:

- ugovori o prodaji dionica i/ili udjela iz portfelja Zavoda
- odluke prema kojima Zavod stječe novi broj dionica i/ili udjela, a na temelju naknadne revizije ugovora o prodaji od strane HFP-a.

Budući da HMO, osim podataka dobivenih od HFP-a, prati i sve ostale promjene koje se tiču portfelja, u izvješće o stanju portfelja uključene su i sve promjene i to:

- podaci o dionicama koje su na temelju odluka Upravnog vijeća Zavoda ustupljene za podmirenje kapitalnih izdataka Ministarstvu za javne radove, obnovu i graditeljstvo
- podaci o društvima u kojima je otvoren stečajni postupak
- podaci o promjeni u strukturi vlasništva u društvima u kojima je provedena sanacija
- podaci o promjeni temeljnog kapitala, prema odlukama skupština društava.

**Tablica 1 - Pregled ukupno prenijetog portfelja Zavoda u HFP**

(stanje na dan 31. prosinca 2004.)

Opis	Broj društava	Nominalna vrijednost u KN	Nominalna vrijednost	
			u DEM	protuvr. u EUR
Prijenos portfelja u HFP 27.07.2000.	386	3.760.700.057,20	1.021.271.348,32	522.167.748,89
Novi prijenos u HFP (naknadni prijenos)	72	216.299.810,47	54.456.920,64	27.843.381,40
Izuzete dionice iz HFP-a (za HMID)	-15	-382.153.100,00	-16.557.567,56	-8.465.749,87
<b>Ukupno preneseno (do 31.12.2003.)</b>	<b>443</b>	<b>3.594.846.767,67</b>	<b>1.059.170.701,40</b>	<b>541.545.380,43</b>

Iz podataka navedenih u tablici vidi se da je u HFP naknadno preneseno dionica i/ili udjela u 72 nova društva, odnosno da su iz portfelja izuzete dionice 15 društava (dionice su uz suglasnost Upravnog vijeća Zavoda mijenjane s dionicama Kapitalnog fonda Hrvatskog mirovinskog investicijskog društva d.o.o. – HMID-a).

<sup>1)</sup> Ugovor o gospodarenju dionicama i poslovnim udjelima između Zavoda i HFP, potpisan 27. srpnja 2000.

U ukupnom broju novih društava čije su dionice prenesene na gospodarenje u HFP su: dionice koje ranije nisu prenijete zbog neusklađenosti podataka, dionice dobivene zamjenom s HMD-om, kao i dionice koje je HFP ispravljajući pogreške pri pretvorbi prenio u vlasništvo Zavoda.

**Tablica 2 - Stanje portfelja Zavoda u HFP-u na dan 31. prosinca 2004.**

Red. broj	Opis	Broj društava	Nominalna vrijednost u KN	Nominalna vrijednost	
				u DEM	protuvr. u EUR
<b>1</b>	<b>Ukupno prenijeti portfelj u HFP</b>	<b>443</b>	<b>3.594.846.767,67</b>	<b>1.059.170.701,40</b>	<b>541.545.380,43</b>
	<b>Od toga:</b>				
1.1	Smanjenje/povećanje broja dionica		-21.425.000,00	24.589.500,00	12.572.411,71
1.2	Smanjenje/povećanje tem. kapitala		810.847.215,60	-630.319.281,69	-322.277.131,29
1.3	Dionice društava u stečaju	-97	-633.147.200,00	-134.897.032,00	-68.971.757,26
1.4	Prodane dionice u korist Zavoda (+2 djelom. prod.)	-104	-447.360.091,27	-37.146.578,93	-18.992.744,22
1.5	Prodane dionice u korist Ministarstva obnove (+2 djelom. prod.)	-95	-350.435.380,00	-106.191.023,20	-54.294.608,02
1.6	<b>Dionice banaka prenijete u HFP</b>	5	164.852.800,00	0,00	0,00
<b>2</b>	<b>UKUPNO RASPOLOŽIVI PORTFELJ ZAVODA U HFP-U</b>	<b>152</b>	<b>3.118.179.112,00</b>	<b>175.206.285,58</b>	<b>89.581.551,35</b>

*Napomena uz tablicu:* podaci o nominalnoj vrijednosti dionica i/ili poslovnih udjela iskazani u kn i u DEM su izvorni podaci prepisani iz izvoda knjige dionica samih društava. S obzirom na to da DEM više nije u službenoj upotrebi, za dionice koje se iskazuju u DEM izvršen je preračun DEM u EUR po tečaju od 1,95583 DEM za 1 EUR.

U tablici je dan pregled smanjenja portfelja prema vrstama odluka na temelju kojih je smanjen, odnosno povećan portfelj. Portfelj je od 20. srpnja 2000. do 31. prosinca 2004. smanjen za dionice ili/udjele u 291 društvu, nominalne vrijednosti 476.667.656,00 kuna i vrijednosti 883.964.416,00 DEM, odnosno u protuvrijednosti 451.963.829,00 EUR-a. Pod rednim brojem 1.4 tablice iskazan je podatak o prodanim dionicama u korist Zavoda za koje je ostvarena prodajna cijena u iznosu od 121.196.329,00 kuna, a pod rednim brojem 1.5. tablice iskazan je podatak o broju dionica koje su ustupljene Ministarstvu obnove, u skladu s odlukama Upravnog vijeća Zavoda.

#### *Potraživanje od HFP-a za više ustupljene dionice*

U ovom izvješću (kao i u svim prethodnim izvješćima) iskazuje se i neriješeno potraživanje Zavoda od HFP-a za više ustupljene dionice po nominalnoj vrijednosti. Do 31. prosinca 1999. HMO i HFP vrlo su često, na temelju potpisanih ugovora, zamjenjivali dionice, a nerijetko su se samo prenosile dionice u korist HFP-a ili u korist Zavoda i uvijek po nominalnoj vrijednosti. Rezultat svih takvih prijenosa su više ustupljene dionice u korist HFP-a u iznosu od 232.715.430,00 DEM, što u protuvrijednosti iznosi 118.985.509,99 EUR-a ili sveukupno 914.571.639,00 kuna (podaci usuglašeni s HFP-om 17.12.2002.).

**Tablica 3 – Pregled potraživanja od HFP-a za više ustupljene dionice**

Opis	Nominalna vrijednost u KN	Nominalna vrijednost	
		u DEM	protuvr. u EUR
Vrijednost danih dionica	1.768.694.711,00	776.550.799,00	397.044.118,87
Vrijednost primljenih dionica	729.292.100,00	808.314.405,00	413.284.592,73
<b>Razlika</b>	<b>-1.039.402.611,00</b>	<b>31.763.606,00</b>	<b>16.240.473,87</b>
<b>UKUPNA RAZLIKA U DEM*</b>	<b>-232.715.430,00</b>		
<b>UKUPNA RAZLIKA U EUR**</b>	<b>-118.985.509,99</b>		
<b>UKUPNA RAZLIKA U KN*</b>	<b>-914.571.639,00</b>		

\*Obračunato po tečaju 1 DEM=3,93 KN

\*\* Obračunato po tečaju 1EUR=1,95583 DEM

## 2. POSLOVANJE "HRVATSKOG MIROVINSKOG INVESTICIJSKOG DRUŠTVA" d.o.o. i Kapitalnog fonda d.d.

Hrvatsko mirovinsko investicijsko društvo, d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima (HMID) je tvrtka u 100%-tnom vlasništvu Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje (HZMO). Osnovano je u skladu sa Zakonom o investicijskim fondovima<sup>2)</sup>, s ciljem osnivanja i upravljanja investicijskim fondom u koji je prenesen dio portfelja Zavoda, kako bi se osiguralo aktivno upravljanje portfeljem Zavoda.

HMID zapošljava 13 radnika, i to predsjednika Uprave, člana Uprave, voditelja Odjela financijske analize, 7 financijskih analitičara, pravnika i računovođu-administratora.

Ukupno djelovanje HMID-a u razdoblju od 1. siječnja do 31. prosinca 2004. može se definirati kao nastavak provedbe strategije upravljanja Kapitalnim fondom d.d., koju je usvojilo Upravno vijeće Zavoda, a to je dugoročni rast vrijednosti imovine Fonda preko ulaganja u najbolje dionice na domaćem i stranom tržištu kapitala. Osnovni prihod HMID-a je naknada za upravljanje Kapitalnim fondom koja iznosi 2% od ukupne imovine Fonda.

**Tablica 4 - Račun dobiti i gubitka za razdoblje od 1.1.do 31.12.2004.**

*u tisućama kuna*

Red.br.	POZICIJA	2004.	2003.
1	Poslovni prihodi	15.730	13.481
2	Poslovni rashodi	4.943	4.159
3	<b>Dobit iz poslovanja</b>	<b>10.787</b>	9.322
4	Neto financijski prihod	12	4
5	<b>Dobit prije poreza</b>	<b>10.799</b>	9.326
6	Porez na dobit	2.153	1.869
	<b>NETO DOBIT</b>	<b>8.646</b>	7.457

**Tablica 5 - Skraćena bilanca stanja na dan 31.12.2004.**

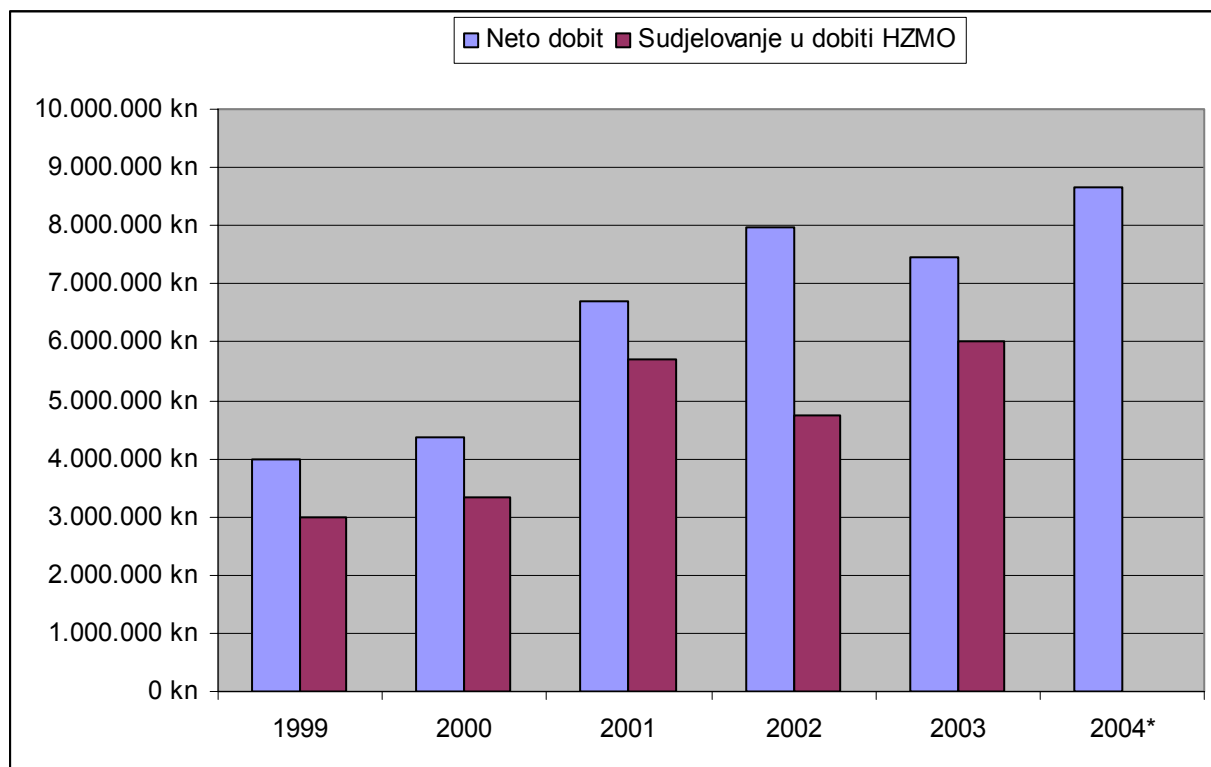
*u tisućama kuna*

Red.br.	POZICIJA	Tekuće razdoblje	Isto razdoblje prethodne godine
	<b>AKTIVA</b>		
1	DUGOTRAJNA IMOVINA	2.671	694
2	KRATKOTRAJNA IMOVINA	22.422	20.047
4	<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>25.093</b>	20.741
	<b>PASIVA</b>		
5	KAPITAL I REZERVE	18.178	15.532
6	Upisani kapital	5.000	1.750
7	Rezerve	1.995	1.995
8	Zadržana dobit	11.183	11.787
10	KRATKOROČNE OBVEZE	6.915	5.209
11	<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>25.093</b>	20.741

<sup>2)</sup> Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima – "Narodne novine", br. 109/97. i 114/01.

Kao što se iz navedenih tablica vidi, razdoblje od 1. siječnja do 31. prosinca 2004. bilo je uspješno za HMID i Kapitalni fond. Imovina Kapitalnog fonda je povećana, pa je HMID na ime upravljačke naknade ostvario poslovne prihode od 15.730 tisuća kuna. U 2004. ostvarena je neto dobit u iznosu od 8.646 tisuća kuna.

**Slika 1 - Neto dobit HMID-a u razdoblju od 1998. do 2004.**



\* dio dobiti za 2004. koji će se isplatiti HZMO-u utvrdit će se na redovitoj godišnjoj Skupštini

**Kapitalni fond d.d.** je zatvoreni investicijski fond, osnovan 26. ožujka 1999. prijenosom dijela dionica iz portfelja Zavoda, koji je Zavodu pripao na temelju Zakona o pretvorbi društvenih poduzeća<sup>3)</sup>. Stoga je Zavod 100%-tni vlasnik Kapitalnog fonda. Prvenstveni cilj Kapitalnog fonda je ostvarivanje rasta vrijednosti imovine koja je u njegovom portfelju, odnosno oplođivanje kapitala vlasnika (HZMO).

Nominalna (knjigovodstvena) vrijednost dionica unesenih 1999. u Kapitalni fond iznosila je 1.214.601.654 kn. Tržišna vrijednost ovih dionica u trenutku osnivanja iznosila je 384.550.100 kn, pa je tako, na temelju članka 176. Zakona o trgovačkim društvima<sup>4)</sup>, temeljni kapital Fonda registriran na iznos od 384.550.100 kn, a podijeljen je na 3.845.500 dionica nominalne vrijednosti od 100 kn.

Tržišna vrijednost imovine u portfelju Kapitalnog fonda na dan 31. prosinca 2004. iznosila je 967.336.757,81 kuna.

**Cilj i strategija** poslovanja Kapitalnog fonda je osnivanje portfelja koji će zadovoljiti potencijalne ulagače i s gledišta smanjenja rizika i s gledišta perspektive za rast vrijednosti. Budući da za sada

<sup>3)</sup> Zakon o pretvorbi društvenih poduzeća – "Narodne novine", br. 19/91. i 83/92.

<sup>4)</sup> Zakon o trgovačkim društvima – "Narodne novine", br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00. i 118/03.

hrvatsko tržište dionica ne pruža mogućnost dovoljne disperzije rizika, u realizaciji tog cilja usvojena je strategija stvaranja regionalnog fonda koji je usmjeren na ulaganje u "blue chip" dionice na tržištima srednje i istočne Europe (Njemačka, Austrija, Poljska, Mađarska, Češka, te države nastale raspadom bivše Jugoslavije).

Kapitalni fond je financijski ulagač koji posluje prema Zakonu o investicijskim fondovima kojemu nije cilj držati strateške udjele u poduzećima i upravljati poduzećima, već mu je cilj konstruirati portfelj koji će se sastojati od najbolje kombinacije kotirajućih i likvidnih dionica, obveznica i strateških udjela.

Domaće dionice biraju se prema tzv. "bottom up" načelu, a elementi koji se ocjenjuju ovise o tome kotiraju li dionice ili ne kotiraju. Za dionice koje kotiraju osnovni kriteriji za analizu i ocjenu su: promet i likvidnost, kretanje cijene, dobit, financijska snaga, potencijal rasta, visoki "free float", novi proizvodi, veličina tržišnog udjela, menadžment. Za dionice koje ne kotiraju kriteriji analize su: dobit, menadžment, financijska snaga, potencijal rasta, novi proizvodi, veličina tržišnog udjela, planovi za kotaciju, vlasnička struktura, reputacija i briga o zaštiti okoliša.

Strane dionice biraju se prema tzv. "top down" načelu prema kojem se najprije biraju zemlje (iz ciljne regije), analizirajući gospodarske prilike i makroekonomske pokazatelje (GDP, inflacija, industrijska proizvodnja itd.). Zatim se bira sektor tako da se prvenstveno biraju sektori kojih nema u Hrvatskoj (sektorska diversifikacija), a zatim se analizira ekonomski položaj pojedinog sektora. Na kraju se bira dionica tehničkom i fundamentalnom analizom, te analizom rizika dionice. Kriteriji koji se, prvenstveno, analiziraju su: promet, likvidnost dionice, kretanje cijene, stupanj rizičnosti, P/E, ROE, zaduženost i dr.

Najjednostavniji, a najslikovitiji **pokazatelj uspješnosti poslovanja investicijskog fonda** je kretanje neto imovinske vrijednosti (NIV) fonda. NIV predstavlja ukupnu vrijednost imovine fonda na određeni dan, umanjenu za njegove godišnje obveze. Prošlu je godinu obilježilo intenziviranje pregovora na relaciji Zagreb – Bruxelles u vezi s približavanjem Hrvatske članstvu u Europskoj uniji. Pozitivan razvoj događaja poboljšao je kreditni rejting Hrvatske, što su inozemni ulagači jedva dočekali. Uslijedio je snažan prtok inozemnog kapitala, prvenstveno švedskih i slovenskih investicijskih fondova, što je burzovne indekse gurnulo u rekordne visine. Naime, iz perspektive stranih ulagača, većina investicijskih pokazatelja (PE, P/BV...) upućuje na zaključak da su dionice hrvatskih poduzeća podcijenjene, te imaju velik potencijal rasta. Ovakav scenarij već je viđen u većini tranzicijskih zemalja (baltičke države, Poljska, Češka, Mađarska). Uslijed takvih kretanja domaće tržište kapitala bilježilo je visoki promet, uz snažan rast burzovnih indeksa. Tako je Crobex, indeks Zagrebačke burze na kraju 2004. iznosio 1.565,81 bodova, što predstavlja rast od 32,59 posto od početka prošle godine. VIN, indeks Varaždinske burze, na kojoj se najviše trguje dionicama bivših PIF-ova, u istom je razdoblju porastao za čak 128,44 posto. Rast vrijednosti domaćih dionica odrazio se i na neto imovinu Kapitalnog fonda, koja je na koncu 2004. iznosila 943 milijuna kuna, odnosno 39,56 posto više nego na koncu 2003. To je rezultat dobre diversifikacije portfelja fonda, kako sektorski tako i geografski. Unatoč snažnom rastu domaćeg tržišta kapitala, NIV Kapitalnog fonda porastao je znatno više u odnosu na benchmark Crobex. Uz dobru diversifikaciju domaćeg portfelja, jedan od uzroka takvog rezultata krije se i u uspješnosti inozemnog portfelja, koji je prošle godine porastao za 43 posto. Najviše su rasla tržišta tranzicijskih zemalja (Slovenija, Mađarska, Poljska, Češka). Uslijed rekordnih

cijena nafte na svjetskom tržištu, najviše su rastle dionice naftnih kompanija (OMV, MOL, PKN Orlen), te dionice bankarskog sektora koji bilježi visoke stope rasta.

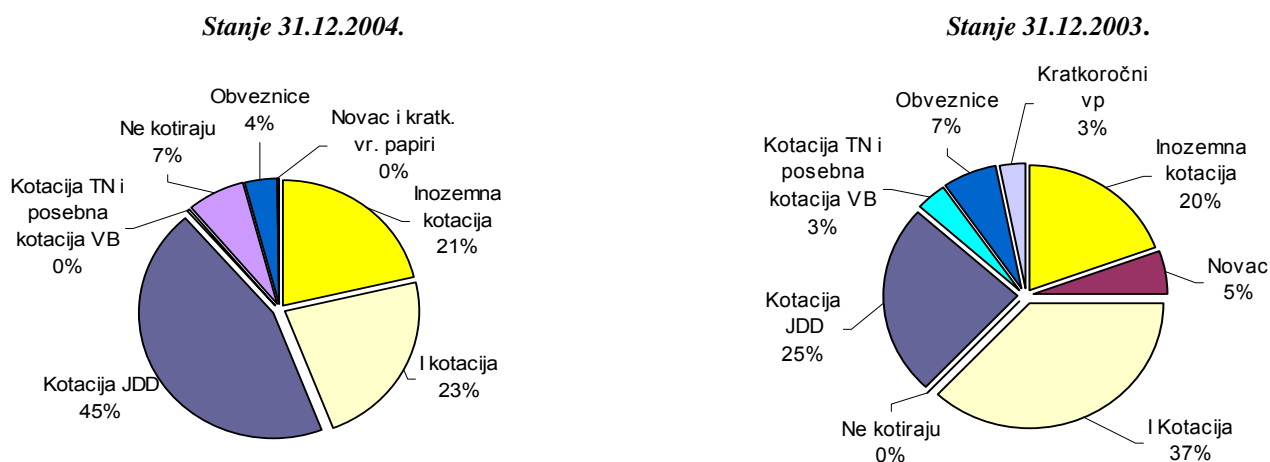
**Tablica 6 - Statistički podaci Kapitalnog fonda**

Godišnji rast neto imovine Fonda od početka rada	17,13%						
Statistički podaci Kapitalnog fonda	2004	2003	2002	2001	2000	1999	od početka rada
Rast neto imovine u razdoblju	<b>39,56%</b>	2,00%	12,18%	30,13%	19,66%	2,52%	<b>154,90%</b>
Standardna devijacija kretanja neto imovine (na godišnjoj razini)	<b>18,35%</b>	13,86%	16,83%	15,68%	19,55%	19,62%	<b>17,30%</b>
Maksimalna vrijednost NIV-a po dionici Fonda	<b>251,39</b>	181,7	188,56	165,58	133,02	99,44	<b>251,39</b>
Minimalna vrijednost NIV-a po dionici Fonda	<b>178,07</b>	141,99	150,62	119,61	96,41	82,72	<b>82,72</b>
Vrijednost neto imovine Fonda u mil kn	<b>942,69</b>	675,5	662,2	590,3	474,3	379,1	<b>369,8</b>
Vrijednost NIV-a po dionici Fonda	<b>245,14</b>	175,65	172,20	153,51	123,34	98,60	<b>96,58</b>

**Slika 2 - Kretanje NIV-a Kapitalnog fonda od 26. ožujka 1999. do 31. prosinca 2004.**



U skladu sa strategijom Kapitalni fond je tijekom 2004. realizirao daljnja ulaganja u inozemne dionice u srednjoj i istočnoj Europi kako bi se stvorio atraktivniji i kvalitetniji proizvod. Udio stranih dionica u portfelju Kapitalnog fonda iznosi 21%.

**Slika 3 - Struktura portfelja na početku i na kraju 2004.****Tablica 7 - Pet najjačih dionica (po udjelu u strukturi portfelja) na dan 31. prosinca 2004.**

Red. broj	DIONICA	Udio u portfelju u %
0	1	2
1.	Liburnia Riviera Hoteli, Opatija	17,09
2.	Pliva, Zagreb	13,99
3.	Podravka, Koprivnica	8,61
4.	Končar elektroindustrija, Zagreb	6,32
5.	Kalničke vode, Zagreb	5,90

**Tablica 8 - Pet najjačih sektora (po udjelu u strukturi portfelja) na dan 31. prosinca 2004.**

Red. broj	SEKTOR	Udio u portfelju u %
0	1	2
1.	Turizam	26,53
2.	Prehrambena industrija	17,35
3.	Farmaceutika	14,36
4.	Elektroindustrija	9,01
5.	Bankarstvo i osiguranje	6,16