

Razvoj i trendovi poslovanja UCITS fondova u Republici Hrvatskoj

Sladin, Tomislav

Undergraduate thesis / Završni rad

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Karlovac University of Applied Sciences / Veleučilište u Karlovcu**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:128:744437>

Rights / Prava: [In copyright](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2021-09-24**



Repository / Repozitorij:

[Repository of Karlovac University of Applied Sciences - Institutional Repository](#)



VELEUČILIŠTE U KARLOVCU
POSLOVNI ODJEL
STRUČNI STUDIJ UGOSTITELJSTVA

Tomislav Sladin

**RAZVOJ I TRENDOVI POSLOVANJA UCITS FONDOVA U
REPUBLICI HRVATSKOJ**

ZAVRŠNI RAD

Karlovac, 2018.

Tomislav Sladin

**RAZVOJ I TRENDOVI POSLOVANJA UCITS FONDOVA U REPUBLICI
HRVATSKOJ**

ZAVRŠNI RAD

Veleučilište u Karlovcu

Poslovni odjel

Stručni studij Ugostiteljstva

Kolegij: Poslovne financije

Mentor: mr.sc. Željko Martišković

Matični broj studenta: 0618608027

Karlovac, 2018.

SAŽETAK

Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj nastaju u drugoj polovici 1990-ih godina kao jedan od noviteta u društvenoj tranziciji iz jednostranačke socijalističke države u višestranačje. Trenutno (srpanj, 2018.) na financijskom tržištu Republike Hrvatske, u skladu s europskom direktivom, djeluju dva osnovna tipa investicijskih fondova, odnosno društva za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire ili UCITS fondovi i alternativni investicijski fondovi ili AIF fondovi. UCITS fondovi namijenjeni su uglavnom širokom krugu ulagatelja dok su AIF fondovi namijenjeni ulagateljima s više iskustva i znanja u području ulaganja. Poslovanje UCITS fondova koji posluju u Republici Hrvatskoj regulirano je Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom. Broj UCITS fondova u Republici Hrvatskoj neprestano se povećava. U ukupnim prihodima pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga, društva za upravljanje UCITS fondovima na trećem su mjestu, iza komercijalnih banaka i investicijskih društava. Također, evidentna je redistribucija djelatnosti pružanja investicijskih usluga od komercijalnih banaka na investicijska društva i društva za upravljanje UCITS fondovima. Društva za upravljanje UCITS fondovima najveće prihode ostvaruju od prihoda od upravljanja portfeljem, pošto je to njihova osnovna djelatnost.

Ključne riječi: financijska tržišta, investicijski fondovi, UCITS

SUMMARY

Investment funds in Republic of Croatia was first introduced in second half of 1990s as one of the novelties of transition process from single-party socialist state to a multi-party system. Currently (July, 2018) there are two basic types of investment funds on financial market of Republic of Croatia, Undertakings for collective investments in transferable securities, or UCITS funds and alternative investment funds, or AIF funds. The role of UCITS funds are mainly intended for broad type of investors while the AIF funds are mainly intended for investors with more experience and knowledge in the area of investing. Business of UCITS funds which are operating in Republic of Croatia is regulated with Law on open-end mutual funds. Numbers of existing UCITS funds in Republic of Croatia are increasing constantly. In total legal entity revenues who are authorised to provide investment services, UCITS funds management companies are on third place, behind commercial banks and investment companies. Also, there is noticeable redistribution of activities in investment services from commercial banks to investment companies and UCITS fund management companies. UCITS funds management companies are achieving their biggest revenues from portfolio management revenues, since this is their basic activity.

Keywords: financial markets, investment funds, UCITS

SADRŽAJ

| | |
|---|-----------|
| 1 UVOD..... | 1 |
| 1.1 Predmet i cilj rada..... | 1 |
| 1.2 Izvori podataka i metode istraživanja..... | 1 |
| 1.3 Sadržaj i struktura rada..... | 1 |
| 2 FINANIJSKI SUSTAV I TRŽIŠTA..... | 2 |
| 2.1 Obilježja finansijskog sustava..... | 2 |
| 2.2 Finansijska tržišta..... | 11 |
| 2.2.1 Tržište novca..... | 15 |
| 2.2.2 Tržište kapitala..... | 17 |
| 3 OSNOVNO O INVESTICIJSKIM FONDOVIMA..... | 19 |
| 3.1 Temeljni pojmovi i povijest investicijskih fondova..... | 19 |
| 3.2 Uloga i značaj investicijskih fondova u finansijskom sustavu..... | 25 |
| 4 POSLOVANJE INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ..... | 27 |
| 4.1 Zakonska regulativa poslovanja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj..... | 27 |
| 4.1.1 Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom | 28 |
| 4.1.2 Zakon o alternativnim investicijskim fondovima..... | 29 |
| 4.1.3 Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji | 30 |
| 4.1.4 Zakonska regulativa mirovinskog osiguranja u Republici Hrvatskoj..... | 31 |
| 4.2 Tipovi investicijskih fondova na finansijskom tržištu Republike Hrvatske..... | 32 |
| 5 OBILJEŽJA TRŽIŠTA UCITS FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ | 34 |
| 5.1 Društva za upravljanje UCITS fondovima u Republici Hrvatskoj..... | 34 |
| 5.2 Analiza UCITS fondova u Republici Hrvatskoj..... | 39 |
| 5.3 Analiza prinosa UCITS fondova u Republici Hrvatskoj..... | 43 |
| 5.4 Usporedba prinosa UCITS fonda PBZ invest d.o.o. - PBZ Global s alternativnim investicijama | 45 |
| 6 ZAKLJUČAK..... | 49 |
| LITERATURA..... | 52 |
| POPIS TABLICA..... | 54 |
| POPIS GRAFIKONA..... | 54 |
| POPIS SHEMA..... | 54 |

1 UVOD

1.1 Predmet i cilj rada

Predmet ovoga rada je poslovanje društava za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire, odnosno UCITS fondova u Republici Hrvatskoj. Cilj rada je, kroz analizu statističkih podataka predstaviti razvoj i trendove poslovanja UCITS fondova u Republici Hrvatskoj te provesti usporedbu ulaganja u UCITS fondove s alternativnim investicijama u Republici Hrvatskoj.

1.2 Izvori podataka i metode istraživanja

Izvori podataka koji su korišteni u pisanju ovoga rada su stručni udžbenici, znanstveni radove objavljeni u znanstvenostručnim časopisima iz područja ekonomije i financija, internetske stranice i relevantni pravni propisi Republike Hrvatsku, s obzirom na temu rada. Metode istraživanja korištene u pisanju rada su deduktivna metoda, povijesna metoda, metoda kompilacije i metoda statističke analize.

1.3 Sadržaj i struktura rada

Rad sadrži pet poglavlja i strukturiran je deduktivno. U prvom poglavlju razmatrat će se financijski sustav i tržišta, odnosno obilježja financijskog sustava, te tržišta novca i tržišta kapitala kao tipovi financijskih tržišta. U drugom poglavlju razmatrat će se osnovna obilježja investicijskih fondova, odnosno temeljni pojmovi i povijest investicijskih fondova te uloga i značaj investicijskih fondova u financijskom sustavu. U trećem poglavlju razmatrat će se poslovanje investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, odnosno zakonska regulativa te tipovi investicijskih fondova na financijskom tržištu Republike Hrvatske. U četvrtom poglavlju razmatrat će se obilježja društava za upravljanje UCITS fondovima u Republici Hrvatskoj te će se provesti analiza UCITS fondova u Republici Hrvatskoj, analiza prosječnih prinosa UCITS fondova u Republici Hrvatskoj unazad pet godina i usporedba prinosa UCITS fonda PBZ invest d.o.o.-PBZ Global s alternativnim investicijama. U petom poglavlju donosi se zaključak rada.

2 FINANCIJSKI SUSTAV I TRŽIŠTA

U prvom poglavlju razmatrat će se obilježja financijskog sustava, financijska tržišta po kriteriju tipa imovine, odnosno tržište novca i tržište kapitala.

2.1 Obilježja financijskog sustava

Financijski sustav je sustav razmjene novčanih sredstava između ponude, odnosno novčano suficitarnih jedinica i potražnje, odnosno novčano deficitarnih jedinica koja se odvija na različite načine, s ili bez investicijske komponente. Financijski sustavi javljaju se u oblicima intraorganizacijskih sustava, nacionalnih, internacionalnih financijskih sustava i kao globalni financijski sustav.¹ Osnovne sastavnice svakog financijskog sustava, neovisno od njegovog obuhvata su valuta, platni sustav, financijska tržišta i financijske ustanove.² Osnovni cilj financijskog sustava je povezivanje ponude s potražnjom, a dopunski ciljevi su adekvatno upravljanje valutom, odnosno službenom novčanom jedinicom određenog financijskog sustava, osiguravanje nesmetanog platnog prometa između ponude i potražnje te osiguravanje i regulacija rada financijskih tržišta i financijskih ustanova određenog financijskog sustava.³

Valuta je osnovna komponenta svakog financijskog sustava. Valuta je novčana jedinica određene države. Valuta kao novčana jedinica podrazumijeva sve funkcije novca koje navodi ekonomska teorija, a to su: 1) funkcija novca kao općeprihvaćene mjere vrijednosti, 2) funkcija novca kao sredstva razmjene i 3) funkcija novca kao sredstva očuvanja vrijednosti.⁴ Povijesno, novac se javlja paralelno s razvojem civilizacije u vrijeme od oko 3000. godine pr. Kr. u Mezopotamiji te se od tada razvija u različitim pojavnim oblicima. Novac svoj razvoj počinje kao robni novac. U sustavima robnog novca funkciju novca imale su različite robe i plemeniti metali. Kasnije se spoznalo da za novac nije bitna vrijednost materijala niti oblik u kojemu se novac iskazuje na van i time nastaju sustavi reprezentativnog novca, odnosno novca čija se vrijednost temelji na plemenitim metalima ili određenoj tvrdoj valuti, na primjer američkom dolaru.⁵

¹ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

² Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 13

³ Ibid.

⁴ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 83

⁵ ibid.

Američki dolar je do 1970-ih godina imao pokriće u zlatu, kada se ukida konvertibilnost američkog dolara u zlato.⁶ Sustav robnog novca 1970-ih godina zamjenjuje sustav fiducijarnog novca s novčanicama i kovanicama u opticaju, koji svoje pokriće ima u autoritetu određene države ili zajednice država i kojime upravljaju središnje banke određene države. Osnovne karakteristike fiducijarnog novca, odnosno svih suvremenih valuta su prihvatljivost, rijetkost, stabilnost, prenosivost, trajnost, djeljivost, homogenost i prepoznatljivost.⁷ Pored fiducijarnog novca, u financijskoj teoriji i praksi susreće se i sa srodnim pojmovima elektroničkog novca i pojmom kriptovalute. Elektronički novac ili digitalni fiducijarni novac (dalje u tekstu: e-novac) temelji se na fiducijarnom novcu i elektronički je iskaz fiducijarnog novca koji egzistira kao elektronički zapis na raznim računima komercijalnih banaka. E-novac čini dvije trećine suvremenog platnog prometa na globalnoj razini (lipanj, 2018.). Količinama fiducijarnog novca i e-novca u opticaju upravljaju središnje banke raznih država u skladu s nadležnim zakonima. Za razliku od fiducijarnog i e-novca, kriptovalutama ne upravljaju nacionalne niti nadnacionalne ustanove, nego zakon ponude i potražnje. Kriptovalute također sadrže teoretske funkcije novca, ali se na globalnoj razini manje koriste u odnosu na fiducijarni novac, pošto korištenje kriptovaluta pretpostavlja postojanje adekvatnih informatičkih vještina.

Platni sustav je sustav platnog prometa između pravnih i fizičkih osoba unutar određenog područja s ciljem podmirenja potraživanja. Platni promet temelji se na primjeni gotovinskih i bezgotovinskih plaćanja, a danas su dominantna bezgotovinska plaćanja, a time i uloga i značaj e-novca.

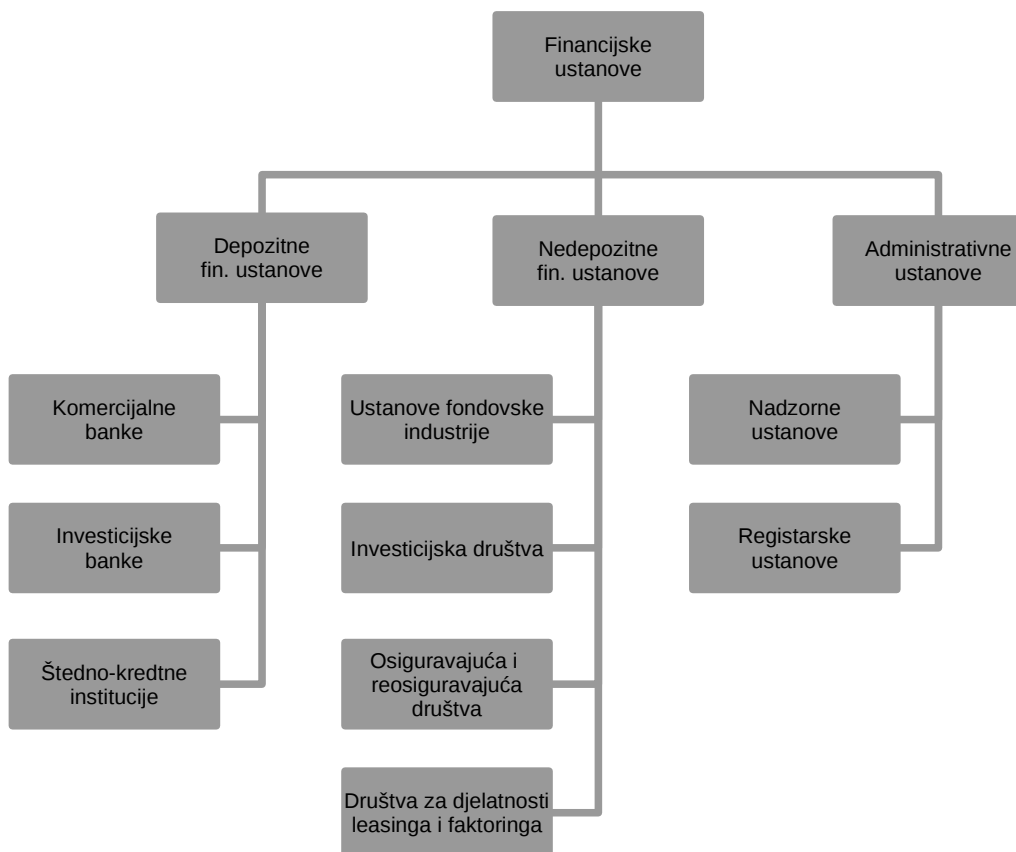
Pošto je fokus ovog rada usmjeren na financijska tržišta, odnosno na poslovanje UCITS fondova, više o financijskim tržištima pisat će se u nastavku teksta.

⁶ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 87

⁷ Ibid., str. 83

Financijske ustanove ili financijske institucije su ustanove koje obavljaju djelatnost posredovanja i upravljanja, odnosno administracije nad određenim komponentama financijskog sustava.

Shema 1. Tipovi financijskih ustanova



Izvor: prilagođeno prema: Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I: pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 31

Shema 1 pokazuje da se financijske ustanove dijele na: 1) depozitne financijske ustanove, 2) nedepozitne financijske ustanove i 3) administrativne ustanove. U fokusu ovoga rada su nedepozitne financijske ustanove, odnosno UCITS fondovi.

1) Depozitne financijske ustanove

Depozitne financijske ustanove su sve financijske ustanove koje se bave bankarskim poslovima. Depozitne financijske ustanove obuhvaćaju komercijalne banke, investicijske banke i štedno-kreditne institucije.⁸

Bankarski poslovi obuhvaćaju pasivne, aktivne, neutralne i vlastite bankarske poslove.⁹ Kod pasivnih bankarskih poslova određena depozitna financijska ustanova, na primjer određena komercijalna banka, javlja se u svojstvu dužnika, odnosno na posuđeni novac plaća pasivnu kamatu. Pasivni bankarski poslovi su kratkoročni depozitni poslovi, kontokorentni poslovi, dugoročni depozitni poslovi i poslovi emisije obveznica. Kod aktivnih bankarskih poslova određena depozitna financijska ustanova javlja se u svojstvu vjerovnika, odnosno za posuđeni novac naplaćuje aktivnu kamatu. Aktivna kamata uvijek je viša od pasivne kamate jer sadrži profitnu maržu depozitnih institucija. Aktivni bankarski poslovi su poslovi kratkoročnog kreditiranja, eskontni poslovi, lombardni poslovi i poslovi dugoročnog kreditiranja. Kod neutralnih bankarskih poslova određena depozitna financijska ustanova ne javlja se ni kao dužnik, niti kao vjerovnik nego kao posrednik, punomoćnik ili jamac komitenta. Neutralni bankarski poslovi su poslovi posredovanja u platnom prometu, poslovi čuvanja i upravljanja vrijednostima, poslovi kupoprodaje vrijednosnih papira, deviza, valuta, i plemenitih metala za tuđi račun, preuzimanje jamstva i posredovanje kod izdavanja vrijednosnica, mjenjački poslovi te otvaranje akreditiva i izdavanje kreditnih pisama. Vlastiti bankarski poslovi ili arbitražni poslovi su poslovi istovremene kupnje i prodaje robe, novca ili vrijednosnica na dva različita tržišta.¹⁰

2) Nedepozitne financijske ustanove

Nedepozitne financijske ustanove su sve financijske ustanove koje se ne bave bankarskim poslovima, odnosno djelatnošću prikupljanja novčanih sredstava u obliku depozita, koji se kasnije plasiraju klijentima u obliku kredita. Nedepozitne financijske ustanove prikupljaju novčana sredstva na način drukčiji od depozitnih ustanova, putem javnih ili privatnih ponuda na različite načine.

⁸ Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 31

⁹ Ibid., str. 33

¹⁰ Ibid.

Nedepozitne financijske ustanove obuhvaćaju ustanove fondovske industrije, investicijska društva, osiguravajuća i reosiguravajuća društva te društva za djelatnosti leasinga i faktoringa.¹¹

Ustanove fondovske industrije su sve one ustanove koje prikupljaju novčana sredstva javnim ili privatnim ponudama po načelima obligatnosti ili fakultativnosti, a temeljem prikupljenih sredstava formiraju fond koji naknadno ulažu u skladu s nadležnim zakonom prema utvrđenim pravilima i sa specifičnim ciljevima različitim za svaku ustanovu unutar industrije. Ustanove fondovske industrije su mirovinski fondovi i investicijski fondovi s društvima za upravljanje, pošto fond za sebe nema pravne osobnosti.¹² Ustanove fondovske industrije su tržišni pokretači, odnosno najveći vlasnici imovine kojom se trguje na tržištima novca i tržištima kapitala općenito. Na razvijenim financijskim tržištima od početka 21. stoljeća vlasnički udjel ustanova fondovske industrije u ukupnoj imovini se smanjuje, dok je na tržištima u razvoju udjel ustanova fondovske industrije dominantan.¹³

Mirovinski fondovi su ustanove fondovske industrije koje posluju po načelu ugovorne štednje. Mirovinskim fondovima upravljaju javna ili privatna društva, koja su za to dobila dozvolu od nadležnih administrativnih institucija. Svrha mirovinskih fondova je osiguranje osoba u trećoj dobi osiguravanjem isplata mirovina. Osiguranici mirovinskih fondova uplaćuju doprinose po obračunu plaće ili samoinicijativno, društvo za upravljanje ulaže njihov novac kao oročene depozite ili na tržištima novca i kapitala, a po zadovoljavanju uvjeta za mirovinu društvo im isplaćuje uloge uvećane za profit kao mirovinu. Razlikuju se obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi, koji se dalje dijele na potkategorije. Članom obveznih mirovinskih fondova osobe postaju nakon sklapanja ugovora o radu, po načelima paternalizma i obligatnosti. Novčana sredstva, odnosno doprinose koje član nekog fonda uplaćuje tijekom zaposlenja licencirana društva za upravljanje mirovinskim fondovima ulažu u skladu s investicijskom strategijom sadržanom u prospektu i statutu određenog mirovinskog fonda. Obvezni mirovinski fondovi novčana sredstva članova najčešće ulažu u obliku oročenih depozita kod komercijalnih banaka, na tržištima novca i kapitala te u razne pokretnine i nekretnine.¹⁴

¹¹ Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 35

¹² Ibid., str. 37

¹³ Bahovec, V.; Škrinjarić, T.: "Mogućnosti optimizacije portfelja na Zagrebačkoj burzi uz pomoć odabranih metoda multivarijatne analize", *Ekonomski pregled*, 64(1), 2013., str. 3-29

¹⁴ Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 41

Članom dobrovoljnih mirovinskih fondova osobe postaju po načelu fakultativnosti, što znači da se članom postaje po slobodnom izboru. Članstvo u dobrovoljnom mirovinskom fondu može biti bilo kada raskinuto, a član jednog mirovinskog fonda istovremeno može biti član više različitih dobrovoljnih mirovinskih fondova.¹⁵ Novčana sredstva kojima upravlja određeno društvo za upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima također se ulaže prema pravilima prospekta i statuta, u pravilu u rizičnije plasmane u odnosu na obvezne mirovinske fondove. Razlikuju se otvoreni i zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi. Otvoreni dobrovoljni mirovinski fond mora učlaniti sve punoljetne osobe, rezidente određene države koji podnesu zahtjev za učlanjenje i prihvaćaju uvjete učlanjenja. Zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond u smislu članstva u pravilu je ograničen samo na zaposlenike određenog poslodavca ili na članove sindikata koji je pokrovitelj mirovinskog programa određenog zatvorenog dobrovoljnog mirovinskog fonda.

Pošto je fokus ovoga rada usmjeren na poslovanje investicijskih fondova, odnosno posebno na poslovanje otvorenih, ili prema direktivi Europske unije, takozvanih UCITS fondova, više o investicijskim fondovima pisat će se u posebnom poglavlju u nastavku teksta.

Investicijska društva, poznata i pod nazivom brokerske kuće, su nedepozitne financijske ustanove koje se bave investicijskim poslovima, dominantno na tržištu kapitala. Investicijski poslovi obuhvaćaju poslove:

- izvršavanja naloga za račun klijenata,
- zaprimanja i prijenosa naloga u vezi s jednim ili više financijskih instrumenata,
- upravljanje portfeljem,
- investicijsko savjetovanje,
- provedba ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata u obliku inicijalne javne ponude,
- skrbništva nad financijskim instrumentima,
- odobravanje kredita za kupnju financijskih instrumenata, odnosno *margin* kredita i
- usluga izrade investicijskih istraživanja i financijskih analiza, kao i ostalih preporuka koje se odnose na transakcije financijskim instrumentima.¹⁶

¹⁵ Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 41

¹⁶ Ibid., str. 47

Općenito, u procesu pružanja investicijskih usluga osim investicijskih društava sudjeluju i komercijalne banke u okvirima investicijskog bankarstva, odnosno putem brokersko-dilerskih odjela komercijalnih banaka i razni tipovi ustanova fondovske industrije, između ostalog i UCITS fondovi.¹⁷ Investicijska društva zapošljavaju financijske stručnjake koji su dozvolu za rad dobili od nadležnih administrativnih ustanova određene države. Financijski stručnjaci u investicijskim društvima su: 1) brokeri i 2) dileri.¹⁸ Brokeri su posrednici koji na tržištima kapitala naloge u ime i za račun klijenata. Dileri su posrednici na tržištima kapitala koji djeluju u svoje ime i za svoj račun na tržištu, a prisutni su u anglosferi. U financijskoj teoriji i praksi također je poznat i hibrid između brokera i dilera, odnosno broker-diler. U europskim državama, dominantno srednjoeuropskim državama i državama Sjeverne Europe poznat je i treći tip financijskih stručnjaka, odnosno 3) investicijski savjetnici.¹⁹ Investicijski savjetnik je, uz brokerske poslove ovlašten i za poslove upravljanja portfeljem te poslove investicijskog savjetovanja. Da bi određeno investicijsko društvo moglo izvršavati poslove na organiziranim tržištima kapitala, moraju biti članovi organizacije pri kojoj se trguje, odnosno moraju biti članovi burze.²⁰

Osiguravajuća i reosiguravajuća društva su nedepozitne financijske ustanove koje se bave poslovima osiguranja. Osiguranje je sustav ekonomske zaštite osoba i imovine temeljen na načelima uzajamnosti i solidarnosti.²¹ Osiguranje karakteriziraju dva osnovna obilježja, odnosno prijenos rizika od pojedinca - osiguranika na skupinu - zajednicu rizika i podjela gubitaka na ujednačenoj osnovi na sve članove skupine i pokriće u obliku premija koje uplaćuju osiguranici. Za razliku od osiguranja, reosiguranje je posao naknadne podjele rizika temeljem postojeće police, odnosno ugovora o osiguranju. Temeljna obilježja osiguravajuća i reosiguravajuća društva osiguravaju mobilizacijom i alokacijom prikupljenih premija, odnosno redistribucijom štednje sa strane ponude i alokaciji štednje ponude strani potražnje na financijskim tržištima. Financijska teorija i praksa razlikuje neživotna i životna osiguranja.²²

¹⁷ Prilagođeno prema: Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 47

¹⁸ Ibid.

¹⁹ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 295

²⁰ Leko, V. op. cit., str. 47

²¹ Ibid., str. 51

²² Ivanov, M; Lovrinović, I.: Monetarna politika, RRiF plus, Zagreb, 2009., str. 93

Neka neživotna osiguranja, poput obveznog zdravstvenog osiguranja su obvezna, a neka su dobrovoljna i odnose se na osiguranja od nezgode, dobrovoljno zdravstveno osiguranje, osiguranje prijevoznih sredstava, osiguranje transporta, osiguranje od elementarnih šteta, osiguranja od odgovornosti, financijska osiguranja i putno osiguranje. Životna osiguranja uglavnom obuhvaćaju životno i rentno osiguranje s varijacijama, a za razliku od neživotnih osiguranja koja se većim djelom odnose na imovinu, životna osiguranja odnose se na život osobe.

Društva za djelatnosti leasinga i faktoringa su nedepozitne financijske ustanove koje se bave poslovima leasinga i faktoringa. Naziv leasing potječe od engleskog glagola *to lease*, u prijevodu "dati u najam". Poslovima leasinga bave se društva za djelatnosti leasinga. Poslovi leasinga uvijek obuhvaćaju najam, najčešće investicijske opreme, prijevoznih sredstava i informatičke opreme.²³ Poslovi leasinga proizlaze iz potrebe, najčešće pravnih osoba, odnosno poduzeća za određenom kapitalnom imovinom. Poslovima faktoringa bave se društva za djelatnosti faktoringa. Faktoring je posao kratkoročnog financiranja robnih potraživanja na osnovi trgovačkog računa ili fakture i robnih dokumenata, odnosno otpremnice, specifikacije robe, liste pakiranja i skladišnice.²⁴ Jednostavnije rečeno, faktoring predstavlja proces prodaje nedospjelih potraživanja. Kroz faktoring, nenaplaćena potraživanja određenog poduzeća pretvaraju se u novac u postupku diskonta dokumenata koji dokazuju postojanje potraživanja.

3) Administrativne ustanove

Zbog specifičnih uloga na financijskom tržištu i specifičnih zakona kojima se osnivaju, administrativne ustanove ne mogu se svrstati u kategoriju depozitnih ili nedepozitnih financijskih ustanova, ali na financijskom tržištu usko surađuju s financijskim ustanovama radi ostvarenja specifičnih ciljeva. Administrativne ustanove dijele se na nadzorne ustanove i registarske ustanove.²⁵

Nadzorne ustanove čuvaju stabilnost financijskog sustava određene države, odnosno stabilnost valute, platnog sustava, financijskih tržišta i institucija u određenoj državi te nadziru rad financijskih ustanova koje su pod njihovom nadležnošću.

²³ Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 57

²⁴ Ibid., str. 61

²⁵ Prilagođeno prema: Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 71 i Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 93

Nadzorne ustanove obuhvaćaju središnje banke i razne državne agencije.²⁶ Središnje banke su državne ustanove koje se osnivaju nadležnim zakonom, a u poslovanju su neovisne od aktualne vlade, iako djeluju sinkronizirano. Središnje banke upravljaju državnom valutom i ponudom novca u određenom financijskom sustavu putem politike otvorenog tržišta na tržištu novca. Središnje banke također nadziru rad depozitnih financijskih institucija. Ciljevi suvremenih središnjih banaka su poticanje zapošljavanja, stabilnost cijena i ekonomski rast.²⁷ Da bi postigle proklamirane ciljeve, središnje banke koriste se instrumentima monetarne politike. Instrumenti monetarne politike su ekonomske mjere koje središnje banke koriste u ostvarivanju svojih ciljeva. Instrumenti monetarne politike su eskontna politika, politika otvorenog tržišta, politika obveznih rezervi i, teoretski, selektivna kreditna politika.²⁸ Državne ustanove su administrativne i državne ustanove koje se osnivaju zakonom. Najčešće se osnivaju kao neovisne, što znači da ne ovise od aktualne vlade određene države. Ciljevi državnih ustanova koje djeluju na financijskom tržištu su zaštita investitora na financijskom tržištu, omogućavanje trgovanja na financijskom tržištu po zakonskim, transparentnim i efikasnim uvjetima i omogućavanje prava na informiranost individualnih i institucionalnih investitora.²⁹ Za razliku od središnjih banaka koje nadziru nedepozitne financijske institucije, agencije za nadzor financijskih usluga nadziru rad nedepozitnih financijskih institucija.

Registarske ustanove obuhvaćaju različite urede i središnje depozitorije, poput središnjeg depozitorija vrijednosnica. Svrha registarskih ustanova je omogućiti postojanje službene evidencije relevantnih informacija na financijskom tržištu. Registarske usluge uglavnom većinom i provode uslugu poravnanja i namire, koja je vrlo važna za sve sudionike financijskih tržišta.³⁰ Poravnanje i namira obuhvaćaju postupke uspoređivanja svih podataka i izračun obveza potrebnih za plaćanje i prijenos vrijednosnica te postupak plaćanja i prijensa, odnosno namire vrijednosnica, čime se proces stjecanja vlasništva nad vrijednosnicom na financijskom tržištu zaključuje.

²⁶ Prilagođeno prema: Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 75

²⁷ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 93

²⁸ Ibid.

²⁹ Leko, V.: Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje, Mikrorad, Zagreb, 2004., str. 81

³⁰ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 97

2.2 Financijska tržišta

Financijska tržišta su mjesta na kojima se susreće ponuda i potražnja za predmetima trgovanja na financijskim tržištima. Na financijskim tržištima trguje se financijskom imovinom. Financijska imovina kojom se trguje razlikuje se od tržišta novca do tržišta kapitala. Financijska tržišta obuhvaćaju intraorganizacijska tržišta, nacionalna i internacionalna tržišta te globalno financijsko tržište. U suvremeno doba, odnosno od 1970-ih godina financijska tržišta se postepeno informatiziraju, a trenutno se trgovanje dominantno provodi pomoću osobnih računala spojenih na internet i putem elektroničkih trgovinskih platformi (dalje u tekstu: e-platforme) u postupku elektroničkog trgovanja (dalje u tekstu: e-trgovanje).³¹ Osnovni ciljevi financijskih tržišta su:

- prijenos novčanih sredstava,
- formiranje kapitala,
- određivanje cijene kapitala i
- profitabilnost.³²

Primarni cilj svakog financijskog tržišta je omogućiti prijenos novčanih sredstava od novčano suficitarnih jedinica novčano deficitarnim jedinicama i tako omogućiti formiranje kapitala, ako je riječ o tržištu kapitala. Također, na financijskog tržištu uslijed zakona ponude i potražnje određuje se cijena prethodno formiranog kapitala, pri čemu se teži ostvarivanju profita u različitim oblicima, ovisno o financijskoj imovini s kojom se trguje.³³

Svakim financijskim tržištem, neovisno od obuhvata, upravlja određeni tržišni operater. Tržišni operater je organizacija koja upravlja trgovanjem na određenom financijskom tržištu i pritom surađuje s raznim ustanovama, uključujući i financijske ustanove, posebice administrativne.³⁴

Da bi određena pravna ili fizička osoba mogla trgovati na određenom financijskom tržištu, ona mora biti član organizacije koja upravlja trgovanjem, odnosno član burze.³⁵ Bez obzira na to što od početka 21. stoljeća u trgovanju dominira e-trgovanje, proces trgovanja još uvijek se velikim dijelom, posebice na financijskim tržištima u razvoju temelji na primjeni trgovačkih strategija kojim upravlja čovjek, a ne računalo po načelu automatizacije.

³¹ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 251

³² www.investopedia.com, (04.07.2018.)

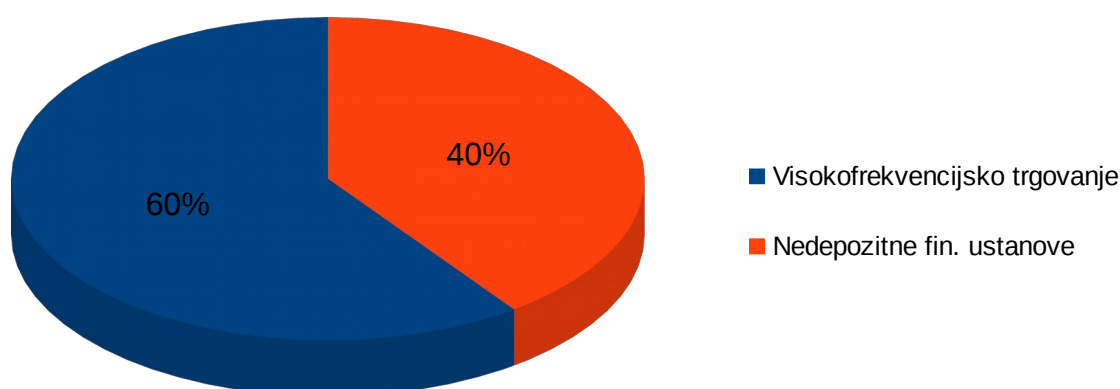
³³ Lovrinović, I.: op. cit., str. 121

³⁴ Ibid.

³⁵ Ibid., str. 153

Vlasnička struktura na finansijskom tržištima, posebice na tržištu kapitala razlikuje se ovisno od stupnja razvoja određenog finansijskog tržišta. Struktura razvijenih finansijskih tržišta svojstvena za zapadna društva navodi se u nastavku teksta.

Grafikon 1. Vlasnička struktura tržišta kapitala u zapadnim društvima; 2017.



Izvor: www.investopedia.com, (04.07.2018.)

Prvo, zapadna društva obuhvaćaju kapitalističke države povezane sa srednjoeuropskim državama i državama Zapadne Europe, anglosferu i Japan. Grafikon 1 prikazuje da oko 60 posto imovine na razvijenim finansijskim tržištima drže institucije koje prakticiraju visokofrekvencijsko trgovanje (engl. high-frequency trading - HFT). HFT je tip algoritamskog e-trgovanja koje se temelji na primjeni superračunala u izračunavanju algoritama i izdavanju velikog broja kupoprodajnih naloga u vrlo kratkim vremenskim intervalima, odnosno pri velikim brzinama.³⁶ Za razliku od trgovačkih strategija na finansijskom tržištu kojima upravlja čovjek, HFT strategijom u potpunosti upravljaju računala i u potpunosti je informatizirano, odnosno automatizirano. HFT koriste investicijska društva, brokersko-dilerski odjeli komercijalnih banaka i posebni tipovi investicijskih fondova, takozvani Hedge fondovi.

³⁶ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

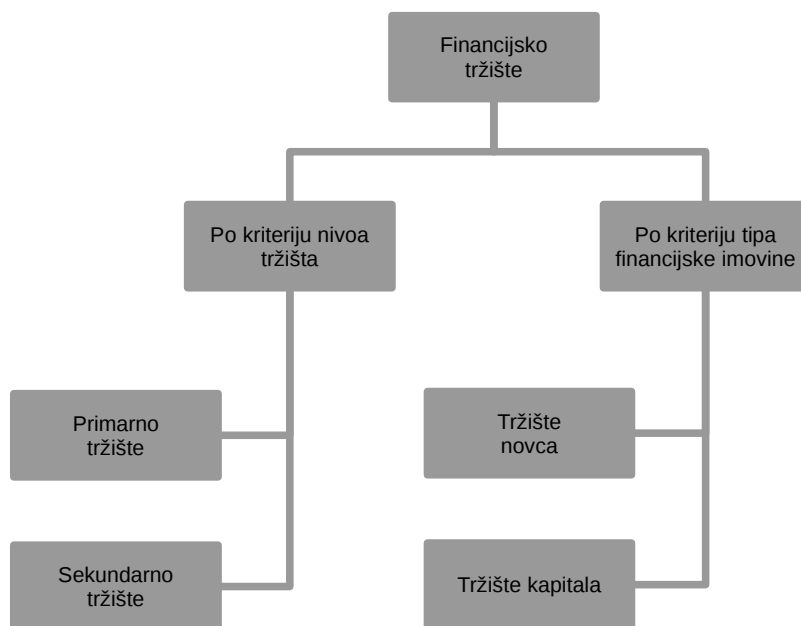
Trgovačke strategije kojima ne upravlja čovjek, uključujući algoritamsko i HFT trgovanje predmet su debate u struci i akademskoj zajednici.³⁷ Pojedine skupine kritiziraju HFT strategije kao destabilizacijski faktor na financijskim tržištima, pošto se iz procesa gotovo u potpunosti isključuje čovjek te time i intuicija dok pojedine skupine podržavaju HFT trgovanje kao stabilizacijski faktor i sigurniju alternativu, pošto se isključivanjem čovjeka iz procesa gotovo u potpunosti isključuje mogućnost ljudske pogreške. Ipak, statistike pokazuju da i računala ponekad pogriješe, a kada se greške dogode, manifestiraju se u padu vrijednosti tržišnih makro pokazatelja, poput burzovnih indeksa u visokom intenzitetu u vrlo kratkom vremenu, nakon čega slijedi oporavak u smislu postizanja tržišne ravnoteže.³⁸ Grafikon 1 također prikazuje da oko 40 posto imovine drže tradicionalne nedepozitne financijske ustanove, odnosno ustanove fondovske industrije koje koriste konvencionalne strategije ulaganja, investicijska društva koja koriste konvencionalne trgovačke strategije ulaganja, odnosno trgovačke strategije kojima upravlja čovjek te osiguravajuća i reosiguravajuća društva.

³⁷ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

³⁸ Ibid.

Financijska teorija i praksa razlikuje različite pristupe u formiranju organizacijske strukture financijskog tržišta. U ovome radu koristit će se prikaz organizacijske strukture financijskog tržišta po: 1) kriteriju nivoa tržišta i 2) kriteriju tipa financijske imovine.³⁹

Shema 2. Organizacijska struktura financijskog tržišta



Izvor: prelagodeno prema www.investopedia.com, (04.07.2018.)

Po kriteriju nivoa tržišta, financijsko tržište dijeli se na primarno tržište i sekundarno tržište. Primarno financijsko tržište, poznato i pod nazivom tržište inicijalne javne ponude (engl. initial public offering - IPO) je dio financijskog tržišta na kojem se vrši primarna emisija određene financijske imovine. Na primjer, na primarnom financijskom tržištu određeno dioničko društvo prikuplja temeljni kapital emisijom dionica javnom ili privatnom ponudom užoj ili široj javnosti. Kupoprodaja se odvija po fiksnim cijenama u okruglim iznosima. Na primarnom tržištu investitori mogu jedino kupiti financijsku imovinu, bez mogućnosti preprodaje. Zbog toga se primarno financijsko tržište još i naziva tržištem prvokupa.⁴⁰

³⁹ Ibid.

⁴⁰ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 139

Sekundarno financijsko tržište, poznato i pod nazivom maloprodajno financijsko tržište je dio financijskog tržišta na kojem se vrši redovita kupoprodaja financijske imovine u skladu sa zakonom i pravilima određenog tržišnog operatera.⁴¹ Kupoprodaja se odvija po varijabilnim, odnosno tržišnim cijenama u iznosima koji nisu fiksni. Na sekundarnom tržištu investitori imaju mogućnost daljnje preprodaje financijske imovine čiji su vlasnici.

Po kriteriju tipa financijske imovine, financijsko tržište dijeli se na tržište novca i tržište kapitala. Podjela financijskog tržišta po kriteriju tipa financijske imovine temelji se na podjeli po kriteriju nivoa tržišta, odnosno na sekundarnom tržištu. Dakle, tržište novca i tržište kapitala su sekundarna financijska tržišta. U fokusu ovoga rada su tržište novca i tržište kapitala i više o njima pisat će se u posebnim točkama u nastavku teksta.

U financijskoj teoriji susreće se i s proširenom podjelom financijskog tržišta po kriteriju tipa financijske imovine, u kojoj se postojećoj podjeli na tržište novca i tržište kapitala, pridodaju i tržište financijskih izvedenica, tržište financijskih usluga, depozitarno tržište i nedepozitarno tržište.⁴² Po proširenoj podjeli, udjeli u UCITS fondovima ubrajaju se u nedepozitarno tržište, odnosno dio sekundarnog financijskog tržišta na kojemu se pruža širok asortiman usluga od financijskog posredništva i menadžmenta do prodaje osiguranja. Na nedepozitarnom tržištu djeluju komercijalne banke u kontekstu investicijskog bankarstva, ustanove fondovske industrije, investicijska društva, osiguravajuća i reosiguravajuća društva te društva za djelatnosti leasinga i faktoringa.⁴³

2.2.1 Tržište novca

Tržište novca je sekundarno financijsko tržište na kojemu se trguje kratkoročnom financijskom imovinom, odnosno novčanim sredstvima, specifičnim ugovorima i vrijednosnicama s dospijecem do 12 mjeseci.⁴⁴ Pojednim vrijednosnicama karakterističnim za tržište novca može se trgovati i na tržištu kapitala, ako je njihovo dospijee duže od 12 mjeseci.⁴⁵

⁴¹ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 139

⁴² www.investopedia.com, (04.07.2018.)

⁴³ Prilagođeno prema: Investopedia, (04.07.2018.)

⁴⁴ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 83

⁴⁵ Ibid.

Sudionici tržišta novca su administrativne ustanove, odnosno središnje banke, komercijalne banke i ostali institucionalni investitori, dominantno ustanove fondovske industrije, osiguravajuća i reosiguravajuća društva.⁴⁶ Svrha tržišta novca je omogućavanje i upravljanje likvidnosti novčanih sredstava u određenom financijskom sustavu, ali i omogućavanje investiranja u kratkoročnu financijsku imovinu visoke likvidnosti uz nizak rizik, što je predviđeno za sve sudionike tržišta novca, osim središnje banke. Središnje banke upravljaju državnom valutom i ponudom novca u određenom financijskom sustavu putem politike otvorenog tržišta na tržištu novca.⁴⁷ Na tržištu novca trguje se vrijednosnicama s dospijecom do 12 mjeseci. Vrijednosnicama s tržišta novca može se trgovati i na tržištu kapitala, ako je njihovo dospijecje duže od 12 mjeseci. Na tržištu novca trguje se sa:

- trezorskim zapisima,
- komercijalnim zapisima,
- certifikatima o depozitu,
- bankovnim akceptima i
- sporazumima o reotkupu.⁴⁸

Trezorski zapisi su vrijednosnice koje u određenoj državi izdaje ministarstvo financija s raznim rokovima dospijeca unutar 12 mjeseci, a služe za održavanje likvidnosti platnog sustava. Komercijalni zapisi su vrijednosnice slične trezorskim zapisima, jedino što ih izdaju velike korporacije visokog boniteta, a služe za prikupljanje sredstava za tekuće poslovanje korporacija pod jeftinijim uvjetima u odnosu na uvjete klasičnog kreditiranja. Certifikati o depozitu su vrijednosnice kojima komercijalne banke prikupljaju kratkoročna sredstva s rokom dospijeca od nekoliko tjedana. Bankovni akcepti su mjenice vučene na određene, najčešće velike komercijalne banke visokog boniteta. Prihvatom ili akceptom mjenice akceptna banka daje bezuvjetno obećanje plaćanja mjenične svote na datum korisniku mjenice. Sporazumi o reotkupu ili REPO sporazumi su specifični ugovori, odnosno kreditni sporazumi po kojima banka prodaje kreditne sporazume koje posjeduje, obično u obliku dužničkih vrijednosnica, uz istovremenu obvezu da će izdane vrijednosnice na račun kreditnih sporazuma otkupiti na prvi poziv.

⁴⁶ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., str. 121

⁴⁷ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 85

⁴⁸ Ibid., str. 83

2.2.2 Tržište kapitala

Tržište kapitala je sekundarno financijsko tržište na kojemu se trguje dugoročnom financijskom imovinom, odnosno vrijednosnicama s dospijjećem dužim od 12 mjeseci ili neograničeno.⁴⁹ Sudionici tržišta kapitala su administrativne ustanove, odnosno razne državne agencije, ali i središnje banke ako se trguje pojedinim vrijednosnicama karakterističnim za tržište novca. Sudionici tržišta novca također su sve ustanove koje se bave investicijskim poslovima. Na tržištu kapitala trguje se sa:

- prenosivim vrijednosnicama,
- instrumentima tržišta novca s dospijjećem dužim od 12 mjeseci,
- izvedenicama.⁵⁰

Prenosive vrijednosnice su dionice, obveznice i druge vrste sekuritiziranog duga te sve druge vrijednosnice koje daju pravo na stjecanje prenosivih vrijednosnica. Dionice i obveznice su temeljne prenosive vrijednosnice, pored kojih postoje kompleksne, odnosno derivativne i strukturirane vrijednosnice, čija je vrijednost vezana za vrijednost neke druge vrijednosnice ili imovine. Dionice su vlasničke vrijednosnice bez utvrđenog dospijćea. Dionice vlasniku osiguravaju razmjerni dio vrijednosti poduzeća i udio u dobiti. Obveznice su dužničke vrijednosnice s dospijjećem. Obveznice obvezuju izdavatelja, odnosno dužnika da vlasniku, odnosno vjerovniku plati glavnice i kamatu po dospijćeu obveznice ili prije njenog dospijćea. Tipičan predstavnik derivativnih i strukturiranih vrijednosnih papira su certifikati. Certifikati su strukturirani financijski instrumenti čija je vrijednost vezana za vrijednost neke druge vrijednosnice ili imovine, takozvani *underlying*, te čija cijena ovisi o kretanju cijene *underlying* vrijednosnice ili imovine. *Underlying* instrumenti mogu biti burzovni indeksi, dionice, košarice dionica, valute, plemeniti metali, energenti, roba i dr. Osim što su strukturirani financijski instrumenti, certifikati su i dužničke vrijednosnice, pošto izdavatelj certifikata preuzima obvezu isplate uloga. Instrumenti tržišta novca s dospijjećem dužim od 12 mjeseci su svi uobičajeni instrumenti izuzev bankovnih akcepta, odnosno trezorski zapisi, komercijalni zapisi i certifikati o depozitu, ali s produženim dospijjećem, odnosno dospijjećem dužim od 12 mjeseci. Izvedenice su vrijednosnice čija se vrijednost također kao i kod certifikata temelji na vrijednosti nekog drugog, referentnog, odnosno *underlying* instrumenta.

⁴⁹ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 87

⁵⁰ Ibid.

Umjesto da se trguje samim referentnim instrumentom, ugovorne strane se obvezuju razmijeniti novac i referentni instrument koji je predmet ugovora na određeni datum ili unutar određenog roka. Kao referentni instrumenti mogu se koristiti najrazličitiji financijski i nefinancijski instrumenti i veličine, na primjer dionice, burzovni indeksi, burzovne robe, kamatne stope i druge izvedenice. Osnovni tipovi izvedenica su budućnosnice ili *futures* ugovori, unaprijednice ili *forward* ugovori, opcije i zamjene ili *swapovi*.

Za razliku od tržišta novca, osnovne karakteristike tržišta kapitala su visoka volatilnost i visok rizik. najznačajniji rizici na tržištu kapitala su poslovni rizici, financijski rizici, sustavni rizici, rizici promjene tečaja valute, kamatni rizici, kreditni rizici, rizici likvidnosti ili utrživosti, inflacijski rizici, rizici opoziva ili prijevremene otplate, ekonomski rizici, politički rizici ili rizici države, rizici promjene poreznih propisa, društveni rizici i rizici događaja.⁵¹

⁵¹ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 89

3 OSNOVNO O INVESTICIJSKIM FONDOVIMA

U drugom poglavlju razmatrat će se osnovna obilježja investicijskih fondova, odnosno detaljnije će se razmatrati temeljni pojmovi u teoriji investicijskih fondova te uloga i značaj investicijskih fondova u financijskom sustavu.

3.1 Temeljni pojmovi i povijest investicijskih fondova

Za razumijevanje fenomena kolokvijalno poznatog pod nazivom "investicijski fond" potrebno je razlikovati pojmove investicijskog fonda i društva za upravljanje investicijskim fondovima u smislu financijske teorije i prakse. Investicijski fond je imovina bez pravne osobnosti koju je društvo za upravljanje investicijskim fondovima prikupila u postupku javne ili privatne ponude širem ili užem krugu investitora koji se međusobno razlikuju uglavnom po poznavanju fenomena investiranja na financijskim tržištima i po količini raspoloživih novčanih sredstava za investiranje.⁵² Društvo za upravljanje investicijskim fondovima je poslovna organizacija s pravnom osobnosti koja posluje u skladu s nadležnim zakonima.⁵³ U suštini, društva za upravljanje zapošljavaju investicijske savjetnike i brokere i bave se investicijskim poslovima, prvenstveno poslovima upravljanja portfeljem ili poslovima portfolio menadžmenta. U nastavku teksta koristit će se pojam "investicijski fond" pri čemu se uzajamno misli na investicijski fond kao imovinu i društvo kao poslovnu organizaciju.

Financijska teorija i praksa razlikuje investicijske fondove: 1) po kriteriju otvorenosti i 2) po ulagačkoj strategiji.⁵⁴

⁵² Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 103

⁵³ Ibid.

⁵⁴ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

1) Klasifikacija po kriteriju otvorenosti

Klasifikacija investicijskih fondovima po kriteriju otvorenosti obuhvaća:

- otvorene investicijske fondove i
- zatvorene investicijske fondove.⁵⁵

Otvoreni investicijski fondovi (engl. open-end funds) su investicijski fondovi s promjenjivim brojem udjela. Kontinuiranim povećanjem uloga u fond povećava se ukupni broj udjeličara i neto imovina fonda. S obzirom na to da su otvoreni investicijski fondovi otvorenog tipa, to znači da je društvo za upravljanje, odnosno fond na zahtjev člana udjeličara dužan reotkupiti prodane udjele po tržišnoj cijeni umanjenoj za eventualne izlazne naknade. Klasifikacija po kriteriju otvorenosti također obuhvaća otvorene investicijske fondove s javnom ponudom, otvorene investicijske fondove s privatnom ponudom, fondove rizičnog kapitala i takozvane *hedge* fondove.⁵⁶ Otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom dostupni su općoj javnosti bez iznimke i svima pod jednakim uvjetima. Kao takvi, sastoje se od relativno manjih uloga investitora koji žele postići diverzifikaciju.⁵⁷ Posljedica diverzifikacije je veća sigurnost uz manji profit. Otvoreni investicijski fondovi s privatnom ponudom dostupni su užoj javnosti, takozvanim kvalificiranim investitorima. Kao takvi, sastoje se od većih uloga investitora koji žele postići veći profit u odnosu na profite fondova s javnom ponudom. Osim toga, fondovi s privatnom ponudom fleksibilnije su zakonski regulirani u smislu ulaganja i ne objavljuju javno ključne informacije o poslovanju. Fondovi rizičnog kapitala djeluju slično i kao poslovni anđeli te traže prilike za ulaganje u realizaciju poslovnih planova s visokim potencijalom profitabilnosti. U slučaju uspjeha poslovne ideje, dijele profit s inicijatorima. *Hedge* fondovi svojstveni su za financijska tržišta u anglosferi, imaju još liberalniju regulaciju nego fondovi s privatnom ponudom i traže prilike za ulaganje u financijsku imovinu koja će fondu donijeti profit čak i u doba financijskih nestabilnost i kriza. Jednostavnije rečeno, *hedge* fondovi uvijek nastoje pobijediti tržište. Menadžment hedge fondova sačinjavaju najbolji menadžeri iz fondovske industrije.

Zatvoreni investicijski fondovi (engl. closed-end funds) su investicijski fondovi s fiksnim brojem udjela. Zatvoreni fond formira određeni broj vrijednosnica, odnosno dionica na sebe, emitira ih i prodaje u kratkom roku.

⁵⁵ Božina-Beroš, M.: op. cit., str. 109

⁵⁶ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 111

⁵⁷ www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

Pošto je riječ o zatvorenom fondu, društvo za upravljanje ne vrši reotkup dionica, nego se njima trguje na sekundarnim tržištima kapitala. Za razliku od otvorenih investicijskih fondova, zatvoreni investicijski fondovi prikupljaju sredstva isključivo javnom ponudom svojih dionica na sekundarnim tržištima kapitala.⁵⁸ S dionicama zatvorenih investicijskih fondova (s javnom ponudom) trguje se na tržištima kapitala, odnosno burzama. Zatvoreni investicijski fondovi primarno ulažu u nekretnine, a u drugom redu u financijsku imovinu.⁵⁹ Zatvoreni investicijski fondovi fleksibilnije su zakonski regulirani u smislu ulaganja i ne objavljuju javno ključne informacije o poslovanju i imovini fonda.⁶⁰

2) Klasifikacija investicijskih fondova po ulagačkoj strategiji

Klasifikacija investicijskih fondova po ulagačkoj strategiji odnosi se na otvorene investicijske fondove s javnom ponudom. Klasifikacija po ulagačkoj strategiji u osnovi obuhvaća:

- novčane fondove,
- obvezničke fondove,
- mješovite fondove i
- dioničke fondove.⁶¹

Novčani fondovi ili fondovi tržišta novca su tip otvorenih fondova kojima je kretanje vrijednosti udjela linearno i bez oscilacija. Politika investiranja novčanih fondova temelji se na prikupljanju novčanih sredstava javnom ponudom udjela. Prikupljena sredstva novčani fondovi ulažu u financijsku imovinu kojom se trguje na novčanim tržištima i kao oročene depozite kod komercijalnih banaka i ostalih depozitnih institucija. Novčani fondovi namijenjeni su vrlo konzervativnim investitorima. Prosječni godišnji prinos novčanih fondova kreće se u pravilu nešto iznad razine godišnje stope inflacije. Preporučeno trajanje ulaganja je do godine dana, a oscilacija cijene udjela je jako niska.

Obveznički fondovi su tip otvorenih investicijskih fondova kojima je kretanje vrijednosti udjela eksponencijalno uz male oscilacije, ovisno o tržišnom trendu. Politika investiranja obvezničkih fondova temelji se na prikupljanju novčanih sredstava javnom ponudom udjela.

⁵⁸ Božina-Beroš, M.: op. cit., str. 113

⁵⁹ Ibid., str. 115

⁶⁰ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 115

⁶¹ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

Prikupljena sredstva obveznički fondovi ulažu u financijsku imovinu kojom se trguje na tržištima kapitala. Obveznički fondovi namijenjeni su konzervativnim investitorima. Prosječni godišnji prinos obvezničkih fondova kreće se u intervalu do pet posto. Preporučeno trajanje ulaganja je minimalno pet godina, a oscilacija cijene udjela u pravilu je niska.

Mješoviti fondovi su tip otvorenih investicijskih fondova kojima je kretanje vrijednosti udjela eksponencijalno uz srednje oscilacije, ovisno o tržišnom trendu i odabranoj politici investiranja. Politika investiranja mješovitih fondova temelji se na prikupljanju novčanih sredstava javnom ponudom udjela. Prikupljena sredstva obveznički fondovi ulažu u financijsku imovinu kojom se trguje na tržištima kapitala, s time da se podjednako ulaže u dionice i obveznice kao dvije osnovne vrste financijske imovine na tržištima kapitala. Mješoviti fondovi namijenjeni su umjereno konzervativnim investitorima. Prosječni godišnji prinos mješovitih fondova kreće se u intervalu do deset posto. Preporučeno trajanje ulaganja je minimalno pet godina, a oscilacija cijene udjela je srednja do visoka, s obzirom na to da se ulaže i u dionice, koje predstavljaju visokovolatilni i visokorizični tip financijske imovine.

Dionički fondovi su tip otvorenih investicijskih fondova kojima je kretanje vrijednosti udjela eksponencijalno uz visoke oscilacije, ovisno o tržišnom trendu i odabranoj politici investiranja. Politika investiranja dioničkih fondova temelji se na prikupljanju novčanih sredstava javnom ponudom udjela. Prikupljena sredstva dionički fondovi ulažu u financijsku imovinu na tržištu kapitala, odnosno dionice. Dionički fondovi namijenjeni su dinamičnim investitorima. Prosječni godišnji prinos dioničkih fondova teško je odrediti. U pravilu u godinama pozitivnog poslovanja to može biti i do 20 posto pozitivnog prinosa, a u godinama lošeg poslovanja može biti i do 20 ili više posto gubitka. Preporučeno trajanje ulaganja je minimalno pet godina, a oscilacija cijene udjela je visoka.

Temeljne pojmove bitne za razumijevanje poslovanja investicijskih fondova moguće je svrstati u pet kategorija, koje su povezane s:

- ciljevima i investicijskom politikom investicijskih fondova,
- profilom rizičnosti investicijskih fondova,
- troškovima poslovanja investicijskih fondova,
- povijesnim prinosima investicijskih fondova i
- općenitim informacijama vezanim uz poslovanje investicijskih fondova.⁶²

⁶² Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 117

Temeljni pojmovi unutar kategorije ciljeva i investicijske politike investicijskih fondova obuhvaćaju investicijski cilj fonda, investicijsku politiku fonda i otkup udjela fonda. Investicijski cilj fonda podrazumijeva dugoročni cilj ili ciljeve poslovanja određenog fonda. U pravilu, većina investicijskih fondova nema vremensko ograničenje poslovanja, iako postoje takozvani fondovi s dospijućem ili *futures* fondovi. Najopćenitiji investicijski ciljevi su stabilnost poslovanja i ostvarivanje profitabilnosti za investitore fonda, odnosno udjelničare.⁶³ Investicijska politika fonda podrazumijeva način kojim će društvo za upravljanje ostvariti proklamirani investicijski cilj fonda. Investicijska politika razlikuje se ovisno od tipa investicijskog fonda u užem i širem smislu. Nakon uplate sredstava iznad minimalno propisanog iznosa, investitor dobiva potvrdu o vlasništvu određenog broja udjela te time postaje udjelničar određenog fonda.⁶⁴ Nakon planiranog vremena, udjelničari prodaju svoj udjel fondu, a fond ih je obavezan u svakome trenutku otkupiti. Primljene zahtjeve za prodajom udjela društvo obrađuje u predviđenom vremenu rezanja, takozvanom i *cut-off time* i periodu.⁶⁵ Na prodaju udjela može se, ali i ne mora obračunavati izlazna naknada u postotku od vrijednosti isplate, što ovisi o investicijskoj politici fonda koja je preciznije definirana u prospektu i statutu fonda.

Temeljni pojmovi unutar kategorije profila rizičnosti fonda odnose se na rizik poslovanja investicijskih fondova. Svaki investicijski fond ulaže sredstva udjelničara na financijskim tržištima, odnosno tržištima novca i tržištima kapitala. Sva financijska tržišta, a posebice tržište kapitala karakteriziraju veća ili manja volatilitnost i rizici.⁶⁶ Rizici s kojima se susreće kod investiranja u investicijske fondove su: 1) kreditni rizik, 2) rizik likvidnosti, 3) rizici druge strane i 4) operativni rizik.⁶⁷ Kreditni rizik predstavlja rizik da izdavatelj financijske imovine koja je dio portfelja fonda neće pravovremeno ili u cijelosti podmiriti svoje obveze. Rizik likvidnosti predstavlja rizik da će fond imati teškoće pri osiguravanju potrebnih novčanih sredstava za namiru obveza prema udjelničarima u trenutku otkupa udjela i to zbog eventualne nemogućnosti dovoljno ažurne prodaje financijske imovine po cijeni koja odgovara fer vrijednosti te imovine.

⁶³ Ibid., str. 119

⁶⁴ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 121

⁶⁵ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

⁶⁶ Ivanov, M.; Lovrinović, I.: Monetarna politika, RRiF plus, Zagreb, 2009., str. 121

⁶⁷ Lovrinović, I.: Globalne financije, Accent d.o.o., Zagreb, 2016., 353

Rizici druge strane podrazumijevaju kompleks rizika da pravna osoba, odnosno vjerovnik s kojim investicijski fond u svoje ime, a za račun fonda sklapa ugovorni odnos po dospijeću neće moći djelomično ili u cijelosti izvršiti svoje obveze. Operativni rizik podrazumijeva mogućnost gubitka uzrokovanih ljudskim čimbenicima u internim ili eksternim poslovnim procesima.

Temeljni pojmovi unutar kategorije troškova poslovanja investicijskih fondova odnose se na troškove fondova. Troškovi koje udjeličari plaćaju koriste se za plaćanje troškova vođenja fonda. Neadekvatno upravljanje troškovima poslovanja investicijskih fondova mogu negativno utjecati na rast uloga.⁶⁸ Troškovi koji su plaćaju kod poslovanja investicijskih fondova mogu biti jednokratni troškovi koji nastaju prije ili nakon ulaganja ili troškovi poslovanja nastali tijekom poslovne godine. Također, posebnu skupinu troškova predstavljaju eventualne provizije vezane za poslovanje, poput naknade za uspješnost, čiji se obračun provodi fakultativno, po pravilima definiranim u prospektu i statutu fonda.⁶⁹ Jednokratni troškovi koji nastaju prije ili nakon ulaganja obuhvaćaju ulazne i izlazne naknade. Troškovi poslovanja nastali tijekom poslovne godine obuhvaćaju tekuće troškove, odnosno upravljačku naknadu.

Povijesni prinos investicijskih fondova odnosi se na rezultate koje je fond postigao u dosadašnjem poslovanju. Mjeri se u intervalima od tri do pet godina unazad i izražava se u apsolutnim promjenama u smislu komparacije promjene cijene udjela denominiranog u određenoj valuti ili u relativnim promjenama, odnosno u postotku. Vrlo važno je naglasiti da povijesni prinos investicijskih fondova nije pouzdan pokazatelj uspješnosti poslovanja.⁷⁰ Uprava društva za upravljanje može se promijeniti nakon isteka važenja dozvole članovima uprave, a i sva financijska tržišta, a posebice tržište kapitala karakteriziraju veća ili manja volatilitnost i rizici te time i nepredvidljivost.

Općenite informacije vezane za poslovanje investicijskih fondova odnose se na podatke o društvu za upravljanje, podatke o depozitaru, odnosno komercijalnoj banci ovlaštenoj da vodi platni promet određenog investicijskog fonda i pohranu ili evidenciju zasebne imovine fonda uz naplatu provizije koja tereti troškove poslovanja nastalih tijekom poslovne godine, podatke o objavljivanju neto vrijednosti imovine fonda na dan (engl. net asset value - NAV) u denominiranoj valuti te podatke o poreznom tretmanu udjela, odnosno dionica u investicijskim fondovima u određenoj državi.

⁶⁸ Ibid., str. 123

⁶⁹ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 123

⁷⁰ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

Prvi investicijski fond nastaje u XVIII. stoljeću u Nizozemskoj, pod nazivom *Eendragt Maakt Magt*, u prijevodu "jedinstvo stvara snagu". Fond je osnovan kao otvoreni investicijski fond, što znači da je bio namijenjen nekvalificiranim ulagačima s relativno manjim iznosima raspoloživih novčanih sredstava za investiranje. Principi po kojima je poslovao prvi investicijski fond *Eendragt Maakt Magt* aktualni su i danas. Razvoj investicijskih fondova u XVIII. stoljeću i XIV. stoljeću nastavio se dominantno u anglosferi i Zapadnoj Europi, a u XX. stoljeću, nakon pada komunizma u srednjoeuropskim državama i državama Jugoistočne Europe. Prvi investicijski fond u Republici Hrvatskoj osnovan je kao zatvoreni investicijski fond u pravnom obliku dioničkog društva, pod tvrtkom Breza invest d.d. u drugoj polovici 1990-ih godina.⁷¹ Prvi otvoreni investicijski fond u Republici Hrvatskoj je Fondinvest d.o.o. KD Victoria fond koji je s poslovanjem također započeo u drugoj polovici 1990-ih, nešto kasnije od Breza investa.⁷²

3.2 Uloga i značaj investicijskih fondova u financijskom sustavu

Uloge investicijskih fondova u financijskom sustavu sagledavaju se na osnovnoj i dopunskoj razini. Osnovna uloga investicijskih fondova u financijskom sustavu je mobilizacija štednje, odnosno novčanih sredstava opće javnosti ili kvalificiranih investitora koje su dostupne za kapitaliziranje tako da ih se ulaže u razne oblike financijske i druge imovine na optimalan način i u skladu s tržišnim trendom.⁷³

⁷¹ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 85

⁷² Ibid.

⁷³ Ivanov, M; Lovrinović, I.: Monetarna politika, RRiF plus, Zagreb, 2009., str. 89

Dopunske uloge investicijskih fondova u financijskom sustavu su:

- disperzija rizika,
- konstantno prilagođavanje ročnosti investicija,
- omogućavanje isplate novčanih sredstava iz fonda na zahtjev investitora, odnosno udjelničara i
- kontinuirano ispitivanje boniteta svakog sudionika na tržištu.⁷⁴

Temeljem investicijskih usluga koje investicijski fondovi nude općoj javnosti ili kvalificiranim investitorima, investitorima je omogućeno da pridruže svoje relativno manje uloge ili nedovoljno velike uloge novčanih sredstava za kompleksnija ulaganja u imovinu fonda, ovisno o tome je li fond namijenjen općoj javnosti ili kvalificiranim investitorima i tako mobiliziraju viškove novčanih sredstava na financijskim tržištima u skladu s ciljem poslovanja fonda definiranim u prospektu i statutu fonda; optimiziraju znanje i vještine fond menadžera na način koji bi pojedinačno vrlo teško i uz visoke troškove mogli ostvariti te da profitiraju temeljem zakona ekonomije opsega kod ulaganja, uz postizanje visoke diverzifikacije u smislu geografske strukture ulaganja, sektorske izloženosti ulaganja, valutne izloženosti ulaganja i imovinske izloženosti ulaganja, što bi na razini individualnog investiranja bilo nemoguće.

⁷⁴ Ibid., str. 109

4 POSLOVANJE INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ

U trećem poglavlju razmatrat će se struka, odnosno poslovanje investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj. U posebnim potpoglavljima i točkama razmatrat će se zakonska regulativa poslovanja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj te tipovi investicijskih fondova na financijskom tržištu Republike Hrvatske.

4.1 Zakonska regulativa poslovanja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj nastaju u drugoj polovici 1990-ih godina kao jedan od noviteta u društvenoj tranziciji iz jednostranačke socijalističke države u višestranačje. Prvi investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj osnivaju se kao zatvoreni investicijski fondovi. Iako je tržište Socijalističke Jugoslavije bilo uređeno po modelu mješovite ekonomije uz određene prilagodbe, poduzeća u privatnom vlasništvu te primarna i sekundarna financijska tržišta svojstvena za kapitalističke sustave u socijalizmu nisu postojala. Razvijanje financijskog sustava po uzoru na kapitalističke sustave započelo je 1990. godine, osnivanjem Tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. kao tržišnog operatera za novčano tržište.⁷⁵ Također, 1991. godine dolazi do obnove tradicionalnog hrvatskog tržišta kapitala osnivanjem Zagrebačke burze vrijednosnica d.d. kao tržišnog operatera za tržište kapitala.⁷⁶ Navedena tržišta i institucije predstavljale su temelj za daljnji razvoj financijskog tržišta u kontekstu diskutabilno provedene privatizacije i diverzifikacije financijskih ustanova i usluga u Republici Hrvatskoj.

Prva zakonska regulativa poslovanja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj donesena je 1995. godine.⁷⁷ Od tada, zakonska regulativa prošla je kroz više postupaka izmjene i dopune da bi se na kraju zadržala na formiranim zakonima koji su trenutno (lipanj, 2018.) na snazi.

⁷⁵ Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 111

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Braut-Filipović, M.; Audić-Vuletić, S.: "Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja", Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 38(1), 2017., str. 51-89

Poslovanje i investicijski poslovi kojima se bave investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj regulirani su s dva osnovna zakona, odnosno:

- Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom i
- Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima.⁷⁸

U Republici Hrvatskoj uz investicijske fondove djeluju i druge ustanove iz fondovske industrije, a investicijskim fondovima su najbližije Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji i mirovinski fondovi.⁷⁹ U ovome potpoglavlju ukratko će se osvrnuti i na zakonsku regulativu Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji te na zakonsku regulativu mirovinskog osiguranja u Republici Hrvatskoj, pošto je regulativa Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji i mirovinskog osiguranja s obzirom na fokus ovog rada manje važna u odnosu na otvorene investicijske fondove, odnosno u primarno UCITS fondove.

4.1.1 Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16) propisuje uvjete za osnivanje i rad otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom ili takozvanih društava za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (engl. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS), odnosno UCITS fondova (dalje u tekstu: UCITS fond) i društava za upravljanje UCITS fondovima.⁸⁰ Zakon uređuje način izdavanja i otkupa udjela UCITS fondova, trgovanje udjelima UCITS fondova, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanjem UCITS fondova, društava za upravljanje UCITS fondovima, depozitara i osoba koje nude udjele u UCITS fondovima.⁸¹

⁷⁸ www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

⁷⁹ Ibid.

⁸⁰ Braut-Filipović, M.; Audić-Vuletić, S.: "Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja", Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 38(1), 2017., str. 51-89

⁸¹ www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

Sadržaj zakona obuhvaća sljedeće dijelove:

- i. opće odredbe,
- ii. društvo za upravljanje,
- iii. odnos društva za upravljanje, UCITS fonda i ulagatelja,
- iv. registar udjela UCITS fonda,
- v. prekogranično obavljanje djelatnosti,
- vi. trgovanje udjelima, oglašavanje i nuđenje udjela UCITS fondova i otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom iz trećih država,
- vii. utvrđivanje vrijednosti imovine i cijene udjela UCITS fonda,
- viii. obavještanje ulagatelja, prospekt UCITS fonda, pravila UCITS fonda, ključni podaci za ulagatelje, godišnji izvještaji i ostale obavijesti,
- ix. depozitar,
- x. UCITS fond,
- xi. statusne promjene UCITS fonda,
- xii. glavni i napajajući UCITS fond (*master-feeder* strukture),
- xiii. likvidacija i prestanak UCITS fonda,
- xiv. nadzor,
- xv. prekršajne odredbe i
- xvi. prijelazne i završne odredbe.⁸²

4.1.2 Zakon o alternativnim investicijskim fondovima

Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18) uređuje uvjete za osnivanje, poslovanje i prestanak rada društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (dalje u tekstu: AIF) iz Republike Hrvatske i alternativnih investicijskih fondova i nadzor nad njihovim poslovanjem te uvjeti pod kojima društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima iz druge države članice ili treće države mogu obavljati djelatnost i/ili trgovati udjelima alternativnih investicijskih fondova kojima upravljaju na području Republike Hrvatske.⁸³

⁸² Braut-Filipović, M.; Audić-Vuletić, S.: "Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja", Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 38(1), 2017., str. 51-89

⁸³ Ibid.

Sadržaj zakona obuhvaća sljedeće dijelove:

- i. opće odredbe
- ii. otvoreni alternativni investicijski fond (dalje u tekstu: UAIF)
- iii. odnos UAIF-a, AIF-a, AIF-a bez pravne osobnosti i ulagatelja
- iv. vođenje poslova UAIF-a i AIF-a
- v. zatvoreni AIF s pravnom osobnošću
- vi. evidencije ulagatelja u AIF
- vii. prekogranično obavljanje djelatnosti
- viii. trgovanje udjelima AIF-ova, oglašavanje AIF-ova i nuđenje udjela AIF-ova
- ix. utvrđivanje vrijednosti imovine i cijene udjela AIF
- x. obavještanje ulagatelja, pravila AIF-a, godišnji izvještaji, ostale obavijesti
- xi. depozitar
- xii. osnivanje AIF-a, naknade i ulaganja AIF-a
- xiii. nadzor nad poslovanjem UAIF-a, AIF-a, depozitara i ostalih subjekata
- xiv. suradnja s drugim nadzornim tijelima Republike Hrvatske i tijelima Europske unije
- xv. prekršajne odredbe
- xvi. prijelazne i završne odredbe.⁸⁴

4.1.3 Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji

Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 163/03, 82/04, 41/08) propisuje uvjete za osnivanje i rad Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (dalje u tekstu: Fond branitelja). Fond branitelja je ustanova fondovske industrije slična otvorenim investicijskim fondovima. Imovinu fonda branitelja čine dionice, odnosno udjeli trgovačkih društava rezervirani za hrvatske branitelje i članove njihovih obitelji iz privatizacije pravnih osoba u vlasništvu Republike Hrvatske kao i donacije.⁸⁵ Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji izričito definira da je Fond branitelja po svojoj naravi otvoreni investicijski fond i nema svojstvo pravne osobe.⁸⁶

⁸⁴ Braut-Filipović, M.; Audić-Vuletić, S.: "Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja", Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 38(1), 2017., str. 51-89

⁸⁵ Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 163/03, 82/04, 41/08), čl. 3

⁸⁶ Ibid.

Članovi fonda branitelja su:

- hrvatski branitelji iz Domovinskog rata,
- hrvatski ratni vojni invalidi iz Domovinskog rata,
- članovi obitelji poginuloga hrvatskog branitelja iz Domovinskog rata i članovi obitelji umrloga hrvatskog branitelja iz Domovinskog rata,
- članovi obitelji zatočenoga ili nestaloga hrvatskog branitelja,
- članovi obitelji hrvatskog branitelja koji je od rane ili ozljede zadobivene u obrani suvereniteta Republike Hrvatske umro nakon 31. XII. 1996. godine, odnosno nakon 31. XII. 1997. godine, ako je smrt posljedica bolesti, pogoršanja bolesti ili suicida.⁸⁷

Članovi Fonda postaju vlasnici udjela fonda dodjelom protuvrijednosti određenog udjela u Fondu.⁸⁸

4.1.4 Zakonska regulativa mirovinskog osiguranja u Republici Hrvatskoj

Za razliku od investicijskih fondova kao ustanovama koje se bave investicijskim poslovima, mirovinski fondovi, po teoretskoj klasifikaciji, ali i u praksi također su stanove fondovske industrije koje posluju po načelu ugovorne štednje. Mirovinsko osiguranje u Republici Hrvatskoj do veljače 2014. godine bilo je regulirano Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Danas (lipanj, 2018.) ovu materiju reguliraju dva zakona, odnosno Zakon o obveznim mirovinskim fondovima i Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima.⁸⁹

Zakon o obveznim mirovinskim fondovima (NN 19/14, 93/15) uređuje prvi i drugi stup mirovinskog sustava. Prvi i drugi stup mirovinskog osiguranja u Republici Hrvatskoj predstavljaju obvezno mirovinsko osiguranje. Prvi stup funkcionira na principu međugeneracijske solidarnosti i podrazumijeva mjesečne novčane uplate iz plaće članova u visini 15 posto. Drugi stup funkcionira na principu individualne kapitalizirane štednje i podrazumijeva mjesečne novčane uplate iz plaće članova u visini od pet posto. U 2018. godini donesena je nova Naredba o iznosima osnovica za obračun doprinosa za obvezna osiguranja za 2018. godinu.⁹⁰

⁸⁷ Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 163/03, 82/04, 41/08), čl. 6

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ www.hzmo.hr, (04.07.2018.)

⁹⁰ Ibid.

Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 19/14, 29/18) uređuje treći stup mirovinskog sustava. Treći stup mirovinskog osiguranja u Republici Hrvatskoj predstavlja dobrovoljno mirovinsko osiguranje, što znači da ga osobe mogu, ali ne moraju uplaćivati (načelo fakultativnosti). Treći stup funkcionira na principu individualne kapitalizirane štednje.⁹¹

4.2 Tipovi investicijskih fondova na financijskom tržištu Republike Hrvatske

Na financijskom tržištu Republike Hrvatske djeluju investicijski fondovi čiji su uvjeti za osnivanje i rad propisani Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom i Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima. Dva osnovna tipa investicijskih fondova na financijskom tržištu Republike Hrvatske su:

- UCITS fondovi i
- AIF fondovi.⁹²

U fokusu ovoga rada primarno su UCITS fondovi. U nastavku teksta prilaže se tablica 1, formirana po službenim statističkim podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga koja nadzire rad i vodi evidenciju nedepozitnih financijskih institucija u Republici Hrvatskoj.

Tablica 1. Broj investicijskih fondova na financijskom tržištu Republike Hrvatske; 2014. - 2018.

| Šifra | Tip fonda | Broj investicijskih fondova/godini | | | | |
|---------|---------------|------------------------------------|-------|-------|-------|------------|
| | | 2014. | 2015. | 2016. | 2017. | III./2018. |
| A | UCITS fondovi | 82 | 85 | 91 | 95 | 97 |
| B | AIF fondovi | 28 | 28 | 30 | 39 | 40 |
| Ukupno: | | 110 | 113 | 121 | 134 | 137 |

Izvor: HANFA, (04.07.2018.)

Tablica 1 prikazuje seriju podataka za broj investicijskih fondova na financijskom tržištu Republike Hrvatske. Fondovi su svrstani u dvije kategorije; pod šifrom a) UCITS fondovi i pod šifrom b) AIF fondovi. Statistički podaci pokazuju da:

⁹¹ www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

⁹² Ibid.

- se broj UCITS fondova od 2014. godine, zaključno s III./2018. povećava po prosječnoj stopi od $\mu = 3,75$ fondova godišnje;
- se broj AIF fondova od 2014. godine, zaključno s III./2018. također povećava po prosječnoj stopi $\mu = 3,00$ fondova godišnje;
- udio UCITS fondova u ukupnom broju investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj iznosi oko 70 posto dok udio AIF fondova iznosi oko 30 posto od ukupnog broja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj u vremenskoj točki III./2018.

Temeljem analize statističkih podataka zaključuje se da su UCITS fondovi u razdoblju nakon 2013. godine, nakon provedenih izmjena zakonske regulative materije, općenito zastupljeniji u odnosu na AIF fondove. Objašnjenje navedenog mišljenja je razlika u svrhama između UCITS fondova i AIF fondova. UCITS fondovi namijenjeni su uglavnom širokom krugu ulagatelja dok su AIF fondovi namijenjeni ulagateljima s više iskustva i znanja u području ulaganja.⁹³ Zbog toga, očekivano je da su UCITS fondovi zastupljeniji u odnosu na AIF fondove. Također, zbog toga su i UCITS fondovi odabrani kao fokus ovoga rada.

⁹³ www.hanfa.hr, (04.07.2018.) i Božina-Beroš, M.: Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015., str. 115

5. OBILJEŽJA TRŽIŠTA UCITS FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ

U petom poglavlju razmatrat će se obilježja tržišta UCITS fondova u Republici Hrvatskoj. S tim ciljem, pisat će se detaljnije o društvima za upravljanje UCITS fondovima u Republici Hrvatskoj, provest će se analiza fondovske industrije i analiza prinosa UCITS fondova u Republici Hrvatskoj. Na kraju, provest će se usporedba prinosa UCITS fonda PBZ invest d.o.o. - PBZ Global s alternativnim investicijama, odnosno kunskom oročenom štednjom kod komercijalne banke PBZ d.d. i ulaganjem u dionice iz sastava burzovnog indeksa CROBEX.

5.1 Društva za upravljanje UCITS fondovima u Republici Hrvatskoj

Rad društava za upravljanje UCITS fondovima nadzire Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: HANFA). HANFA je administrativna, odnosno nadzorna financijska ustanova koja provodi nadzor nebankarskog financijskog sektora, odnosno nedepozitnih financijskih institucija, uključujući i poslovanje UCITS fondova s ciljem poticanja i očuvanja stabilnosti sektora.⁹⁴ Osnovni cilj HANFA-e je osigurati da nebankarski financijski sektor posluje u skladu s propisima.

U smislu Zakona, društvo za upravljanje UCITS fondovima (dalje u tekstu: Društvo) u Republici Hrvatskoj je pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koja, na temelju odobrenja HANFA-e obavlja djelatnost upravljanja UCITS fondovima. Društvo se osniva i posluje kao društvo s ograničenom odgovornošću (d.o.o.) ili dioničko društvo (d.d.) sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, prema odredbama zakona koji uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava.⁹⁵ Ipak, Zakon predviđa i mogućnost osnivanja društva kao europskog društva, odnosno Societas Europea (S.E.) sa sjedištem u Republici Hrvatskoj.⁹⁶ Najniži iznos temeljnog kapitala iznosi 1.000.000,00 kn.⁹⁷

⁹⁴ Barbić, T.; Čondić-Jurkić, I.: "Strategije ulaganja u vrijednosnice: Slučaj Hrvatske", *Economic research - Ekonomska istraživanja*, 23(4), 2010., str. 63-77

⁹⁵ Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16), čl. 12

⁹⁶ Ibid.

⁹⁷ Braut-Filipović, M.; Audić-Vuletić, S.: "Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja", *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 38(1), 2017., str. 51-89

U smislu Zakona, djelatnosti društva za upravljanje su investicijski poslovi, odnosno:

- i. osnovne djelatnosti:
 1. upravljanje UCITS fondovima, odnosno:
 - osnivanje UCITS fonda kada je to primjenjivo,
 - upravljanje imovinom UCITS fonda,
 - upravljanje rizicima UCITS fonda,
 - administrativne poslove i
 - trgovanje udjelima UCITS fonda.
 2. upravljanje AIF fondovima prema propisima kojima se uređuje osnivanje i upravljanje AIF fondovima,
 3. upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondovima, ako je to dozvoljeno propisima kojima se uređuje osnivanje i poslovanje dobrovoljnih mirovinskih fondova,
 4. upravljanje fondovima osnivanima prema posebnim zakonima.
 - ii. dopunske ili pomoćne djelatnosti:
 5. upravljanje portfeljem prema odredbama zakona kojim se uređuje tržište kapitala,
 6. investicijsko savjetovanje u vezi s financijskim instrumentima prema odredbama zakona kojim se uređuje tržište kapitala i
 7. pohrana i administriranje u vezi s udjelima u investicijskom fondu.⁹⁸
- Administrativni poslovi u smislu upravljanja UCITS fondovima obuhvaćaju:
- i. pravne i računovodstvene usluge u vezi s upravljanjem UCITS fondom,
 - ii. zaprimanje i obradu upita ulagatelja i klijenata,
 - iii. vrednovanje imovine UCITS fonda i utvrđivanje cijene udjela UCITS fonda, uključujući i izračun porezne obveze,
 - iv. praćenje usklađenosti s propisima,
 - v. isplatu prihoda ili dobiti,
 - vi. isplatu prihoda ili dobiti,
 - vii. izdavanje i otkup udjela,
 - viii. namiru ugovornih obveza,
 - ix. vođenje poslovnih evidencija,
 - x. vođenje registra udjela, kada je to primjenjivo i
 - xi. objave i obavještanje ulagatelja.⁹⁹

⁹⁸ Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16), čl. 13

⁹⁹ Ibid.

Društva upravljaju različitim tipovima investicijskih fondova. Tipovi fondova nisu striktno određeni zakonom, nego ih svako Društvo određuje za fond u prospektu UCITS fonda, a kao temelj po kojemu se određuje tip fonda služi "Kodeks poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima" koji je kreiralo Udruženje društava za upravljanje investicijskim fondovima pri Hrvatskoj gospodarskoj komori.¹⁰⁰ Kodeks određuje dobre prakse u poslovanju kroz pet cjelina, odnosno:

- i. temeljna načela,
- ii. klasifikacija fondova,
- iii. izračun prinosa,
- iv. priznanja i nagrade i
- v. povrede kodeksa.¹⁰¹

Prijedlog formiranja različitih tipova investicijskih fondova sadržan je u cjelini o klasifikaciji fondova. Prema cjelini, tipovi UCITS fondova kojima upravljaju društva su:

- novčani,
- obveznički,
- mješoviti,
- dionički,
- napajajući i
- ostali.¹⁰²

1) Novčani fond

Kodeks izričito definira da je novčani fond (engl. money fund) samo onaj fond koji je trajno izložen novčanom i obvezničkom tržištu ulaganjem u instrumente čije dospijeće nije dulje od godine dana, u omjeru ne manjem od 75 posto ukupne imovine fonda, pod uvjetom da modificirano trajanje instrumenata ne prelazi 1,5.

Općenito, modificirano trajanje je pokazatelj koji se koristi u procjeni učinka koji postotna promjena kamatne stope od jedan posto ostvaruje na cijenu određenog dužničkog instrumenta.¹⁰³ Modificirano trajanje je ekstenzija trajanja po F. Macaulayu ili Macaulayeve duracije. Formula Macaulayevog trajanja glasi:

¹⁰⁰ www.hgk.hr, (04.07.2018.)

¹⁰¹ Ibid.

¹⁰² www.hgk.hr, 04.07.2018.)

¹⁰³ www.investopedia.com, (04.07.2018.)

$$\text{Macaulayevog trajanje} = \frac{\sum \left(\frac{t \cdot C}{(1+y)^t} \right) + \left(\frac{n \cdot M}{(1+y)^n} \right)}{\text{trenutna cijena dužničkog instrumenta}} \quad (1)$$

Gdje je: t, određeni vremenski period; C, periodična kuponska isplata; y, periodični prinos; n, ukupni broj vremenskih perioda; M, vrijednost po dospijeću i trenutačna vrijednost dužničkog instrumenta, trenutačna vrijednost novčanih tokova.

Temeljem Macaulayevog trajanja izračunava se modificirano trajanje ili modificirana duracija. Formula modificirane duracije glasi:

$$\text{Modificirana duracija} = \left[\frac{\text{Macaulayevog trajanje}}{\left(1 + \frac{YTM}{n} \right)} \right] \quad (2)$$

Gdje je: YTM ili year-to-maturity, broj godina do dospijeća dužničkog instrumenta; n, ukupni broj vremenskih perioda.¹⁰⁴

2) Obveznički fond

Nadalje, obveznički fond (engl. bond fund) je samo onaj fond koji je trajno izložen novčanom tržištu, tržištu trezorskih i komercijalnih zapisa, u omjeru ne manjem od 75 posto ukupne imovine fonda, pod uvjetom da modificirano trajanje instrumenata fonda obvezno prelazi 1,5. Sporedna izloženost obvezničkih fondova dioničkom tržištu nije dopuštena. Obveznički fondovi mogu poslovati kao tradicionalni obveznički fondovi i obveznički fondovi s dospijećem.

3) Mješoviti fond

Mješoviti fond (engl. balanced fund) je samo onaj fond koji investira svoju imovinu u različite klase imovine, s time da udio pojedine klase ne smije prelaziti 60 posto ukupne imovine fonda. Mješoviti fondovi mogu poslovati kao tradicionalni mješoviti fondovi, mješoviti fondovi fondova i mješoviti konzervativni fondovi.

¹⁰⁴ Investopedia, (04.07.2018.)

4) Dionički fond

Dionički fond (engl. equity fund) je samo onaj fond koji je trajno izložen dioničkom tržištu u omjeru ne manjem od 70 posto ukupne imovine fonda. Dionički fondovi mogu poslovati kao tradicionalni dionički fondovi, dionički fondovi fondova, indeksni fondovi i sektorski fondovi.

5) Napajajući fond

Napajajući fond (engl. feeder fund) je fond koji se temelji na takozvanoj *master-feeder* shemi ulaganja. Svi ostali investicijski fondovi, odnosno novčani, obveznički, mješoviti i dionički fondovi temelje se na shemi kolektivnog ulaganja. *Master-feeder* shema također je shema kolektivnog ulaganja, pošto se na koncu opet radi u UCITS fondu kao sredstvu kolektivnog ulaganja, ali je investicijska politika *master-feeder* sheme drukčija. Napajajući (engl. feeder) fondovi djeluju kao otvoreni fondovi s javnom ponudom koji prikupljaju novčana sredstva ulagača i prosljeđuju ih glavnom fondu (engl. master). Glavni fond obično je neki renomirani fond s dugogodišnjim poslovanjem i dobrim poslovnim rezultatima. Primjer napajajućeg fonda koji posluje u Republici Hrvatskoj je UCITS fond "Raiffeisen Global Equities".

6) Ostali fondovi

Po klasifikaciji Hrvatske gospodarske komore, ostali fondovi zapravo ubrajaju varijante obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova. Primjerice, u Kodeksu se dionički indeksni fondovi vode pod kategorijom ostalih fondova.

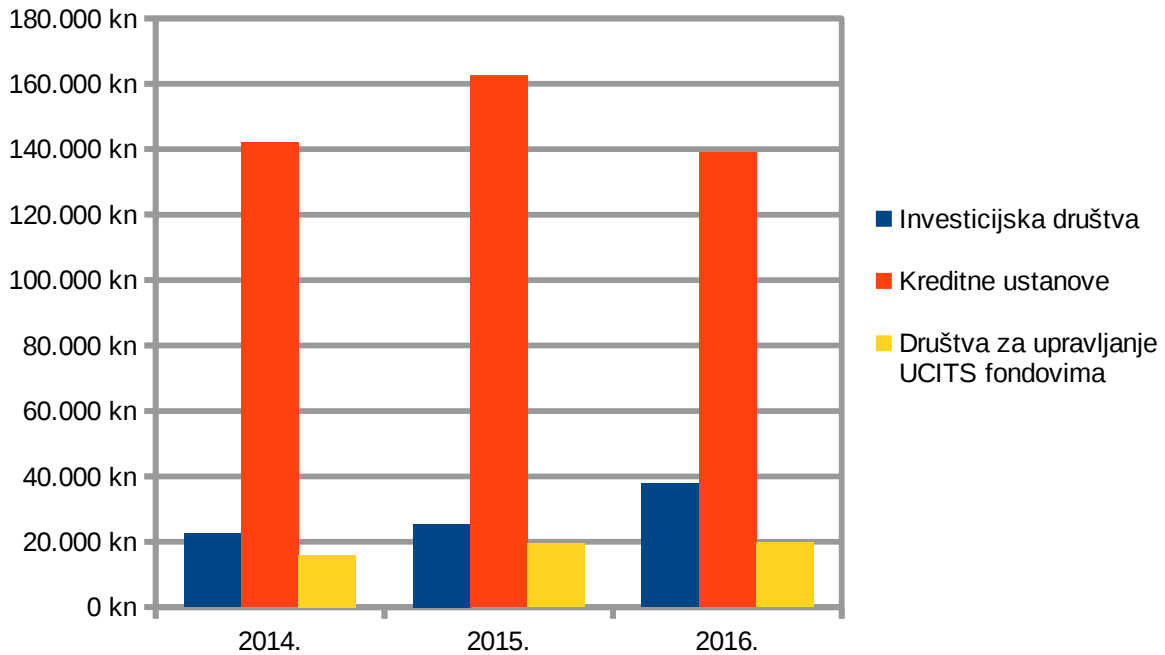
Društvo može obavljati djelatnost upravljanja bilo kojeg od navedenih tipova UCITS fondova jedino ako je dobilo odobrenje za rad od HANFA-e i upisalo djelatnosti u Sudski registar Ministarstva pravosuđa Republike Hrvatske.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16), čl. 15

5.2 Analiza poslovanja UCITS fondova u Republici Hrvatskoj

Prije svega, u nastavku teksta navest će se podaci o ukupnim prihodima pravnih osoba koje su u Republici Hrvatskoj ovlaštene pružati investicijske usluge.

Grafikon 2. Ukupni prihodi pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga; 2014. - 2016.; tis. kn



Izvor: www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

Statistički podaci iz grafikona 2 pokazuju da:

- unutar djelatnosti pružanja investicijskih usluga najveće prihode još uvijek ostvaruju kreditne ustanove, odnosno komercijalne banke u kontekstu investicijskog bankarstva, iako prihodi bilježe negativan trend po prosječnoj godišnjoj stopi od $\mu = -0,01$ posto;
- po prihodima, komercijalne banke slijede investicijska društva. Prihodi investicijskih društava bilježe pozitivan trend po prosječnoj godišnjoj stopi od $\mu = 30,78$ posto;
- po prihodima, investicijska društva slijede društva za upravljanje UCITS fondovima. Prihodi društava za upravljanje UCITS fondovima bilježe pozitivan trend po prosječnoj godišnjoj stopi od $\mu = 11,94$ posto.

Nadalje, u nastavku teksta navest će se podaci o strukturi ukupnih prihoda pravnih osoba koje su u Republici Hrvatskoj ovlaštene pružati investicijske usluge.

Tablica 2. Struktura ukupnih prihoda pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga; 2015. - 2016.; tis. kn

| Tip prihoda | 2015. | | | | 2016. | | | |
|--|-----------------------|-------------------|--|---------|-----------------------|-------------------|--|---------|
| | Investicijska društva | Kreditne ustanove | Društva za upravljanje UCITS fondovima | Ukupno: | Investicijska društva | Kreditne ustanove | Društva za upravljanje UCITS fondovima | Ukupno: |
| Prihod od zaprimanja i prijenosa i prihod od izvršavanja naloga klijenata | 18.885 | 15.804 | 0 | 34.689 | 27.348 | 14.917 | 0 | 42.264 |
| Prihod od upravljanja portfeljem | 561 | 444 | 18.631 | 19.636 | 764 | 754 | 19.347 | 20.865 |
| Prihod od investicijskog savjetovanja | 0 | 10 | 118 | 128 | 0 | 10 | 125 | 135 |
| Prihod od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu otkupa | 0 | 1.525 | 0 | 1.525 | 0 | 13.756 | 0 | 13.756 |
| Prihod od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa | 5.104 | 94.625 | 0 | 99.730 | 834 | 57.732 | 0 | 58.565 |
| Prihod od pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenata i skrbništva | 972 | 35.907 | 0 | 36.879 | 1.035 | 42.006 | 0 | 43.041 |
| Prihod od kredita ili zajma ulagatelju kako bi mu se omogućilo zaključenje transakcije | 77 | 3.452 | 0 | 3.529 | 95 | 2.439 | 0 | 2.588 |
| Prihod od savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima | 2.331 | 10.076 | 0 | 35.272 | 3.568 | 7.513 | 0 | 11.082 |
| Ukupno prihodi: | 27.930 | 161.844 | 18.749 | 231.388 | 33.644 | 139.181 | 19.472 | 192.296 |

Izvor: www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

Statistički podaci iz tablice 2 pokazuju da:

- u ukupnim investicijskim uslugama komercijalne banke najveće prihode ostvaruju od "prihoda od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa";
- investicijska društva najveće prihode ostvaruju od "prihoda od zaprimanja i prijenosa i prihoda od izvršavanja naloga klijenata";
- dok društva za upravljanje UCITS fondovima najveće prihode ostvaruju od "prihoda od upravljanja portfeljem".

S obzirom na fokus ovoga rada, najznačajnije je detaljnije analizirati strukturu ukupnih prihoda od upravljanja portfeljem, pošto je upravljanje portfeljem, odnosno upravljanje imovinom UCITS fonda osnovna djelatnost društava za upravljanje UCITS fondovima.

Tablica 3. Struktura ukupnih prihoda od upravljanja portfeljem; 2015. - 2016.; tis. kn

| Tip ustanove | Prihod od upravljanja portfeljem | |
|--|----------------------------------|------------------|
| | 31.XII.2015. | 31.XII.2016. |
| Investicijska društva | 32.236 | 30.210 |
| Kreditne ustanove | 40.808 | 45.357 |
| Društva za upravljanje UCITS fondovima | 5.202.635 | 5.428.324 |
| Ukupno: | 5.275.679 | 5.503.891 |

Izvor: www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

Statistički podaci iz tablice 3 pokazuju da:

- komercijalne banke u strukturi ukupnih prihoda od upravljanja portfeljem ostvaruju prihode veće od investicijskih društava, a manje od društava za upravljanje UCITS fondovima;
- investicijska društva u strukturi ukupnih prihoda od upravljanja portfeljem ostvaruju najmanje prihoda od svih ustanova, a kretanje prihoda investicijskih društava je opadajuće u odnosu na komercijalne banke i UCITS fondove;
- najveći prihod od upravljanja portfeljem ostvaruju društva za upravljanje UCITS fondovima, a kretanje prihoda društava je rastuće. Rast prihoda društava ostvaruje se po najvećoj dinamici unutar uzorka.

Temeljem provedene analize zaključuje se da najveće ukupne prihode od pružanja investicijskih usluga na financijskom tržištu Republike Hrvatske još uvijek ostvaruju komercijalne banke, iako prihodi komercijalnih banaka od pružanja investicijskih usluga bilježe negativan trend. Trend prihoda od pružanja investicijskih usluga je dinamičniji i veći kod investicijskih društava nego kod društava za upravljanje UCITS fondova, ali kod oba tipa financijskih ustanova trend je rastući.

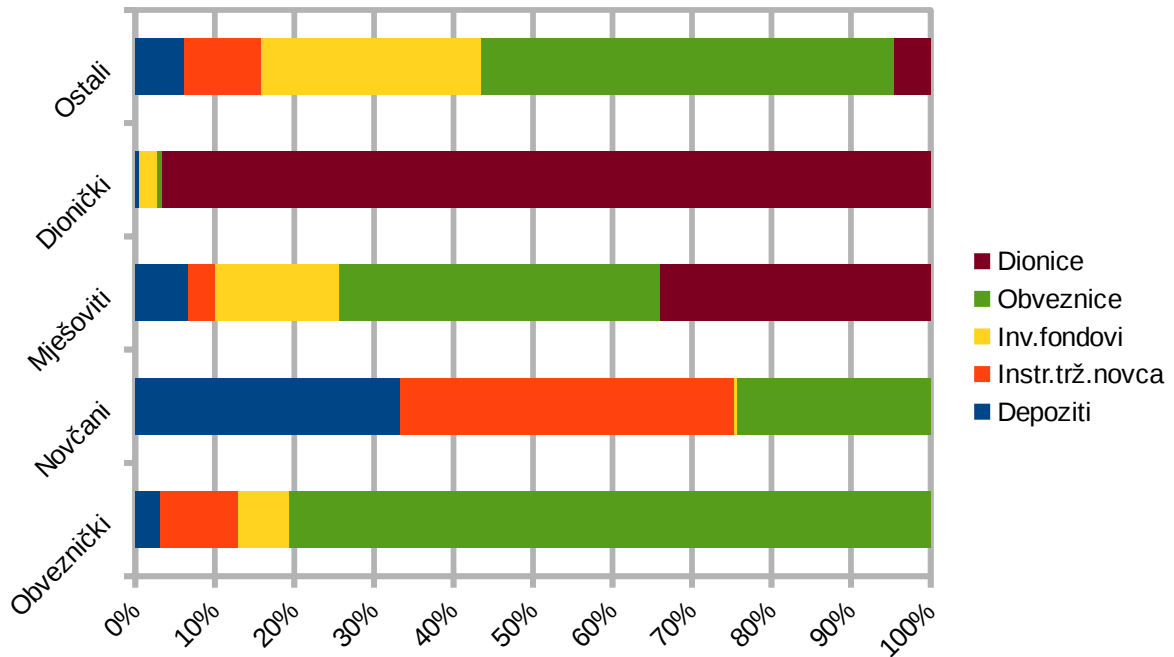
Evidentna je redistribucija djelatnosti pružanja investicijskih usluga od komercijalnih banaka na investicijska društva i društva za upravljanje UCITS fondovima. Pri tome se prihodi od zaprimanja i prijenosa i prihodi od izvršavanja naloga klijenata, koji ostvaruju investicijska društva povećavaju po većoj dinamici nego prihodi od upravljanja portfeljem, koji ostvaruju društva za upravljanje UCITS fondovima. Apsolutna razlika između dva tipa prihoda iznosi oko osam milijardi kn za investicijska društva u razdoblju 2015. godine do 2016. godine. To je pokazatelj da financijsko tržište Republike Hrvatske postaje razvijeno tržište koje je strukturno vrlo slično tržištima kapitala u zapadnim društvima.

Ipak, u redistribuciji djelatnosti u strukturi ukupnih prihoda od upravljanja portfeljem dominiraju društva za upravljanje UCITS fondovima, što znači da oni ostvaruju definitivan tržišni učinak unutar zakonom definirane osnovne djelatnosti.

5.3 Analiza prinosa UCITS fondova u Republici Hrvatskoj

Prije nego što će se navesti podaci o prinosu UCITS fondova u Republici Hrvatskoj, važnim se smatra navesti investicije temeljem kojih UCITS fondovi ostvaruju eventualne prinose. U tu svrhu u nastavku se navode podaci o strukturi ulaganja UCITS fondova u 2016. godini.

Grafikon 3. struktura ulaganja UCITS fondova na dan 31.XII.2016.; tis. kn



Izvor: www.hanfa.hr, (04.07.2018.)

Grafikon 3. prikazuje da je struktura ulaganja UCITS fondova u skladu s Kodeksom poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima. U strukturi ulaganja UCITS fondova u Republici Hrvatskoj na dan 31.XII.2016. godine dominiraju depoziti i instrumenti tržišta novca s udjelom od oko 50 posto. Dakle, podaci pokazuju da fondovskom industrijom u Republici Hrvatskoj dominira dva tipa ulagača, odnosno ulagači s vrlo konzervativnim sentimentom i ulagači umjerenog do dinamičnog sentimenta, odnosno orijentacije.

U nastavku teksta navode se podaci o prosječnim prinosima fondova u odabranim vremenskim točkama temeljem podataka iz tečajnice web sjedišta HRportfolio.

Tablica 4. prosječni prinosi fondova na dan 22.VI.2018.

| Kategorija fonda | Pokazatelj | Vremenska točka | | | | | | | |
|------------------|-------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|------|------|
| | | 2017. | 2018. | 1 mj. | 3 mj. | 6 mj. | 12 mj. | 3 g. | 5 g. |
| Dionički | Arit. sredina (μ) | 1,59 | 0,72 | -0,75 | 1,48 | 0,53 | 1,86 | 2,78 | 5,27 |
| | St. dev. (σ) | 11,78 | 3,27 | 1,43 | 3,94 | 3,75 | 7,63 | 2,87 | 3,91 |
| Mješoviti | Arit. sredina (μ) | 0,81 | 0,34 | -0,12 | 0,77 | 0,11 | 0,62 | 3,15 | 5,54 |
| | St. dev. (σ) | 3,99 | 1,39 | 0,60 | 1,69 | 1,65 | 3,76 | 2,07 | 1,54 |
| Obveznički | Arit. sredina (μ) | 2,91 | -0,11 | -0,27 | -0,28 | -0,06 | 1,44 | 3,38 | 4,43 |
| | St. dev. (σ) | 1,64 | 0,92 | 0,27 | 0,34 | 0,91 | 1,21 | 0,63 | 0,66 |
| Novčani | Arit. sredina (μ) | -0,22 | 0,07 | 0,02 | 0,14 | 0,08 | 0,18 | 0,21 | 0,57 |
| | St. dev. (σ) | 1,77 | 0,16 | 0,04 | 0,09 | 0,18 | 0,32 | 0,72 | 0,48 |
| Ostali | Arit. sredina (μ) | 3,35 | 3,05 | 0,68 | 4,22 | 2,92 | 4,15 | 2,94 | - |
| | St. dev. (σ) | 2,25 | 3,38 | 0,87 | 3,99 | 2,70 | 2,62 | 1,10 | - |

Izvor: www.hrportfolio.hr, (04.07.2018.)

Temeljem podataka iz tablice 4 zaključuje se da:

- je disperzija prosječnih prinosa vrlo velika. Karakteristike podataka, odnosno prinosi fondova toliko su različiti da se analizom uzorka mogu dobiti vrlo grube procjene o kretanju prosječnih prinosa po odabranim vremenskim točkama. Za većinu trenutačnih nizova prikazanih u tablici standardna devijacija (σ) je viša nego njena aritmetička sredina (μ), što upućuje na slabu reprezentativnost uzorka;
- rezultati provedene analize pokazuju da u uzorku slabe reprezentativnosti na kratki rok ulaganja (rok od mjesec dana do 12 mjeseci) najbolje prinose ostvaruju "ostali" UCITS fondovi, odnosno ostale varijante obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova. Na dugi rok ulaganja (rok duži od 12 mjeseci) najbolje prinose ostvaruju "mješoviti" UCITS fondovi. Prema tome, može se zaključiti da se najboljom investicijskom strategijom na financijskim tržištima pokazala balansirana strategija koju koriste mješoviti UCITS fondovi;
- općenito vrijedi da su prinosi fondova prilično volatilni, čak i u skupini "novčani" UCITS fondovi koji u teoriji slove kao sigurna ulaganja. Ulaganjem u financijsku imovinu kojom se trguje na financijskim tržištima uvijek predstavlja rizik i prinosi fondova odražavaju sliku općenite ekonomske situacije na financijskim tržištima na kojima ulažu. Navoditi bilo kakve prosječne intervale prinosa UCITS fondova čak i u teoriji vrlo je nezahvalno i zato ih se u prethodnim razmatranjima nije ni navodilo.

5.4 Usporedba prinosa UCITS fonda PBZ invest d.o.o. - PBZ Global s alternativnim investicijama

Glavni nedostatak analize prinosa UCITS fondova provedene u prethodnom potpoglavlju je njena slaba reprezentativnost. Zbog vrlo velike disperzije prosječnih prinosa provedena analiza ne pokazuje dobru sliku prinosa tipičnog fonda unutar određene kategorije, ali zato pokazuje sliku volatilnosti financijskog tržišta.

U nastavku teksta provest će se usporedba prinosa UCITS fonda PBZ invest d.o.o. PBZ Global fonda (dalje u tekstu: PBZ Global). PBZ Global je mješoviti UCITS fond koji posluje oko 17 godina. Za usporedbu ciljano se odabrao mješoviti fond, pošto su navedeni podaci pokazali da fondovskom industrijom u Republici Hrvatskoj dominira dva tipa ulagača, odnosno ulagači s vrlo konzervativnim sentimentom i ulagači umjerenog do dinamičnog sentimenta.

Alternativne investicije koje će se uspoređivati s prinosima UCITS fonda PBZ Global su kunska oročena štednja kod komercijalne banke PBZ d.d. i direktne investicije na tržištu kapitala, odnosno na Zagrebačkoj burzi vrijednosnica kroz kretanja vrijednosti burzovnog indeksa CROBEX na sredini zadnjih mjeseci u tromjesečju počevši od 15.III.2010. godine.

Tablica 5. prinosi mješovitog UCITS fonda PBZ Global na dan 22.VI.2018.

| Fond | Vremenska točka | | | | | | | |
|------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|------|------|
| | 2017. | 2018. | 1 mj. | 3 mj. | 6 mj. | 12 mj. | 3 g. | 5 g. |
| PBZ Global | 1,58 | 2,86 | 0,99 | 2,85 | 2,59 | 4,76 | 3,41 | 5,69 |

Izvor: www.hrportfolio.hr, (04.07.2018.)

Tablica 6. fiksne kamatne stope na kunsku oročenu štednju; PBZ d.d.; 22.VI.2018.

| Iznos depozita u kn | Efektivna kamatna stopa/mj. | | | | | | | | |
|---------------------|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 3 | 6 | 12 | 18 | 24 | 36 | 60 | 72 | 84 |
| do 50.000 kn | 0,23 | 0,34 | 0,68 | 0,73 | 0,90 | 1,07 | 1,18 | 2,13 | 2,23 |
| do 200.000 kn | 0,23 | 0,34 | 0,68 | 0,73 | 0,90 | 1,07 | 1,18 | 2,18 | 2,29 |
| + 200.000 kn | 0,28 | 0,39 | 0,73 | 0,79 | 0,96 | 1,12 | 1,23 | 2,24 | 2,35 |

Izvor: www.pbz.hr, (04.07.2018.)

Tablica 7. Kretanja vrijednosti burzovnog indeksa CROBEX u bodovima;
2010. - 2018.

| Datum | Zadnja | Indeksi | |
|--------------|----------|---------|----------------------|
| | | Vt | It; B = 15.III.2010. |
| 15.III.2010. | 2.171,20 | - | - |
| 15.VI.2010. | 1.951,54 | 89,88 | 89,88 |
| 15.IX.2010. | 1.908,51 | 97,79 | 87,90 |
| 15.XII.2010. | 2.068,81 | 108,40 | 95,28 |
| 15.III.2011. | 2.236,08 | 108,08 | 102,99 |
| 15.VI.2011. | 2.252,54 | 100,74 | 103,75 |
| 15.IX.2011. | 1.949,65 | 86,55 | 89,80 |
| 15.XII.2011. | 1.736,27 | 89,06 | 79,97 |
| 15.III.2012. | 1.830,45 | 105,42 | 84,31 |
| 15.VI.2012. | 1.619,35 | 88,47 | 74,58 |
| 15.IX.2012. | 1.716,39 | 105,99 | 79,05 |
| 15.XII.2012. | 1.720,25 | 102,22 | 79,23 |
| 15.III.2013. | 2.002,31 | 116,40 | 92,22 |
| 15.VI.2013. | 1.801,82 | 89,99 | 82,99 |
| 15.IX.2013. | 1.828,35 | 101,47 | 84,21 |
| 15.XII.2013. | 1.766,52 | 96,61 | 81,36 |
| 15.III.2014. | 1.761,88 | 99,74 | 81,15 |
| 15.VI.2014. | 1.781,42 | 101,11 | 82,05 |
| 15.IX.2014. | 1.858,20 | 104,31 | 85,58 |
| 15.XII.2014. | 1.744,38 | 93,87 | 80,34 |
| 15.III.2015. | 1.749,74 | 100,31 | 80,59 |
| 15.VI.2015. | 1.752,28 | 100,15 | 80,71 |
| 15.IX.2015. | 1.726,16 | 98,50 | 79,50 |
| 15.XII.2015. | 1.656,34 | 95,96 | 76,29 |
| 15.III.2016. | 1.610,45 | 97,23 | 74,17 |
| 15.VI.2016. | 1.686,68 | 104,73 | 77,68 |
| 15.IX.2016. | 1.881,38 | 111,54 | 86,65 |
| 15.XII.2016. | 1.963,53 | 104,37 | 90,44 |
| 15.III.2017. | 2.172,23 | 110,62 | 100,05 |
| 15.VI.2017. | 1.855,84 | 85,43 | 85,48 |
| 15.IX.2017. | 1.821,43 | 98,14 | 83,89 |
| 15.XII.2017. | 1.859,34 | 102,08 | 85,64 |
| 15.III.2018. | 1.843,40 | 99,14 | 84,90 |
| 15.VI.2018. | 1.821,36 | 98,80 | 83,89 |

Izvor: www.zse.hr, (04.07.2018.)

Tablice 5, 6 i 7 prikazuju kretanja vrijednosti prinosa mješovitog UCITS fonda PBZ Global, kretanja fiksnih kamatnih stopa na kunsku oročenu štednju i kretanja vrijednosti burzovnog indeksa CROBEX kao investicijskih alternativa. Prema podacima iz tablica 5, 6 i 7, nakon 60 mjeseci kapitalizacije investiranog hipotetskog iznosa od 50.000,00 kn unazad pet godina, određeni ulagač bi bio u pozicijama kako navodi tablica 8 u nastavku.

Tablica 8. Investicijske pozicije i prihodi po investicijskim opcijama; kn

| Broj opcije | Iznos na početku razdoblja | Iznos na kraju razdoblja | Bruto prihodi |
|--|----------------------------|--------------------------|---------------|
| Opcija 1: kunska oročena štednja; PBZ d.d.; razdoblje 60 mj. | 50.000,00 | 52.950,00 | 2.950,00 |
| Opcija 2: ulaganje u mješoviti UCITS fond PBZ Global | 50.000,00 | 52.845,00 | 2.845,00 |
| Opcija 3: ulaganje u dionice iz sastava burz. ind. CROBEX | 50.000,00 | 50.540,00 | 540,00 |

Izvor: obrada autora

Opcije u tablici 8 poredani su hijerarhijski, počevši od najisplativije opcije za ulagača u odabranom vremenskom intervalu ulaganja unazad pet godina do najmanje isplative. Rezultati pokazuju da:

- je za ulagača najisplativija opcija u odabranom intervalu ulaganja opcija 1: "kunska oročena štednja; PBZ d.d; razdoblje 60 mj.";
- opciju 1 slijedi opcija 2: "ulaganje u mješoviti UCITS fond PBZ Global". Za očekivati bi bilo da će UCITS fondovi imati bolju izvedbu u smislu prinosa od oročene štednje, ali praksa potvrđuje da to nije tako. Globalna financijska kriza 2007. - 2008. godine drastično je promijenila sentiment ulagača na financijskim tržištima. Iako se većina globalnih tržišta i indeksa oporavilo, raspoloženje, odnosno sentiment ulagača je prilično skeptičan, što se manifestira u povećanom stupnju tržišne volatilnosti. Povećana tržišna volatilnost uzrok je slabijih prinosa UCITS fondova od očekivanog, pa tako i odabranog UCITS fonda PBZ Global.

- od svih opcija, opcija 3: "ulaganje u dionice iz sastava burzovnog indeksa CROBEX" pokazala se za ulagača najmanje isplativom. Problem se ovdje dodatno komplicira, pošto je očito da, iako se većina globalnih tržišta i indeksa oporavilo, to ne vrijedi za tržište kapitala Republike Hrvatske i burzovni indeks CROBEX. To je posebice evidentno ako se usporede vrijednosti CROBEX-a u vrijeme prije krize s vrijednostima nakon izbijanja i prelijevanja krize hipotekarnih kredita u Sjedinjenim Američkim Državama u ostatak svijeta i njenu eskalaciju u globalnu financijsku krizu 2007. - 2008. godine. Na tržištu kapitala Republike Hrvatske oporavak teče sporo.

6 ZAKLJUČAK

Investicijski fond je imovina bez pravne osobnosti koju je društvo za upravljanje investicijskim fondovima prikupila u postupku javne ili privatne ponude širem ili užem krugu investitora koji se međusobno razlikuju uglavnom po poznavanju fenomena investiranja na financijskim tržištima i po količini raspoloživih novčanih sredstava za investiranje.

Društvo za upravljanje investicijskim fondovima je poslovna organizacija s pravnom osobnosti koja posluje u skladu s nadležnim zakonima. Kretanje cijene neto imovine investicijskih fondova ovisi o tržišnom trendu i odabranoj politici investiranja društava za upravljanje investicijskim fondovima.

Uloga i značaj investicijskih fondova odražava se u mobilizaciji štednje, odnosno novčanih sredstava opće javnosti ili kvalificiranih investitora koji su dostupni za kapitaliziranje tako da ih se ulaže u razne oblike financijske i druge imovine na optimalan način i u skladu s tržišnim trendom.

Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj nastaju u drugoj polovici 1990-ih godina kao jedan od noviteta u društvenoj tranziciji iz jednostranačke socijalističke države u višestranačje. Trenutno (srpanj, 2018.) na financijskom tržištu Republike Hrvatske, u skladu s europskom direktivom, djeluju dva osnovna tipa investicijskih fondova, odnosno društva za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire ili UCITS fondovi i alternativni investicijski fondovi ili AIF fondovi.

UCITS fondovi namijenjeni su uglavnom širokom krugu ulagatelja dok su AIF fondovi namijenjeni ulagateljima s više iskustva i znanja u području ulaganja. Poslovanje UCITS fondova koji posluju u Republici Hrvatskoj regulirano je Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom. Razvoj i trendovi poslovanja UCITS fondova u Republici Hrvatskoj su takvi da se njihov broj povećava po većoj stopi u odnosu na AIF fondove, odnosno s oko 3,75 nova fonda godišnje. Udio UCITS fondova u ukupnom broju investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj iznosi oko 70 posto dok udio AIF fondova iznosi oko 30 posto od ukupnog broja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj. Poslovanje društava za upravljanje UCITS fondovima nadzire Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Društva upravljaju različitim tipovima investicijskih fondova.

Tipovi fondova nisu striktno određeni zakonom, nego ih svako Društvo određuje za fond u prospektu UCITS fonda, a kao temelj po kojemu se određuje tip fonda služi "Kodeks poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima" koji je kreiralo Udruženje društava za upravljanje investicijskim fondovima pri Hrvatskoj gospodarskoj komori. U ukupnim prihodima pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga, društva za upravljanje UCITS fondovima na trećem su mjestu, iza komercijalnih banaka i investicijskih društava. Najveće ukupne prihode od pružanja investicijskih usluga na financijskom tržištu Republike Hrvatske još uvijek ostvaruju komercijalne banke, iako prihodi komercijalnih banaka od pružanja investicijskih usluga bilježe negativan trend. Evidentna je redistribucija djelatnosti pružanja investicijskih usluga od komercijalnih banaka na investicijska društva i društva za upravljanje UCITS fondovima. Društva za upravljanje UCITS fondovima najveće prihode ostvaruju od prihoda od upravljanja portfeljem, pošto je to njihova osnovna djelatnost.

Struktura ulaganja UCITS fondova pokazuje da fondovskom industrijom u Republici Hrvatskoj dominira dva tipa ulagača, odnosno ulagači s vrlo konzervativnim sentimentom i ulagači umjerenog do dinamičnog sentimenta. Analiza prosječnih prinosa UCITS fondova pokazala je da je disperzija prosječnih prinosa vrlo velika. Iako je reprezentativnost korištenih uzorka slaba, može se zaključiti da se najboljom investicijskom strategijom na financijskim tržištima pokazala balansirana strategija koju koriste mješoviti UCITS fondovi. Općenito vrijedi da su prinosi fondova prilično volatilni, čak i u skupini "novčani" UCITS fondovi koji u teoriji slove kao sigurna ulaganja.

U usporedbi prinosa UCITS fondova u Republici Hrvatskoj s alternativnim investicijama, pokazalo se da bi za ulagača, prema prikupljenim povijesnim podacima i uz pretpostavku 60 mjeseci kapitalizacije investiranog hipotetskog iznosa od 50.000,00 kn unazad pet godina, najbolja ulagačka opcija bila kunska oročena štednja kod Privredne banke Zagreb d.d. na razdoblje od 60 mjeseci i po efektivnoj kamatnoj stopi od 1,18 posto. Ostale opcije, odnosno ulaganje u mješoviti UCITS fond PBZ Global i ulaganje u dionice iz sastava burzovnog indeksa CROBEX pokazale su da je globalna financijska kriza 2007. - 2008. godine drastično promijenila sentiment ulagača, što se manifestira u povećanom stupnju tržišne volatilnosti, odnosno slabijeg prinosa UCITS fondova od očekivanog, bez obzira na to što se većina globalnih tržišta i indeksa oporavilo.

Za razliku od većine globalnih tržišta i indeksa, oporavak na tržištu kapitala Republike Hrvatske teče sporo, što je posljedično opciju ulaganja u dionice iz sastava burzovnog indeksa CROBEX pokazalo za ulagača najmanje isplativom.

LITERATURA

Udžbenici:

1. Božina-Beroš, M.: **Financijske institucije i tržišta Europske unije - regulacija i supervizija**, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2015.
2. Ivanov, M; Lovrinović, I.: **Monetarna politika**, RRiF plus, Zagreb, 2009.
3. Leko, V.: **Financijske institucije i tržišta I : pomoćni materijali za izučavanje**, Mikrorad, Zagreb, 2004.
4. Lovrinović, I.: **Globalne financije**, Accent d.o.o., Zagreb, 2016.

Znanstveni radovi u znanstvenostručnim časopisima:

1. Bahovec, V.; Škrinjarić, T.: "**Mogućnosti optimizacije portfelja na Zagrebačkoj burzi uz pomoć odabranih metoda multivarijatne analize**", *Ekonomski pregled*, 64(1), 2013., str. 3-29
2. Barbić, T.; Čondić-Jurkić, I.: "**Strategije ulaganja u vrijednosnice: Slučaj Hrvatske**", *Economic research - Ekonomska istraživanja*, 23(4), 2010., str. 63-77
3. Braut-Filipović, M.; Audić-Vuletić, S.: "**Novo pravno uređenje private equity i venture capital fondova i otvorena pitanja**", *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 38(1), 2017., str. 51-89

Pravni propisi:

1. **Zakon o alternativnim investicijskim fondovima** (NN 21/18)
2. **Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji** (NN 163/03, 82/04, 41/08)
3. **Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima** (NN 19/14, 29/18)
4. **Zakon o obveznim mirovinskim fondovima** (NN 19/14, 93/15)
5. **Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom** (NN 44/16)

Internetski izvori:

1. **HRportfolio**, <http://www.hrportfolio.hr/>
2. **Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga**, <http://www.hanfa.hr/>
3. **Hrvatska gospodarska komora**, <http://www.hgk.hr/>
4. **Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje**, <http://www.hzmo.hr/>
5. **Investopedia**, <http://www.investopedia.com/>
6. **Privredna banka Zagreb**, <http://www.pbz.hr>
7. **Zagrebačka burza vrijednosnica**, <http://www.zse.hr/>

POPIS TABLICA

| | |
|--|----|
| Tablica 1. Broj investicijskih fondova na financijskom tržištu Republike Hrvatske; 2014. - 2018..... | 32 |
| Tablica 2. Struktura ukupnih prihoda pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga; 2015. - 2016.; tis. kn..... | 40 |
| Tablica 3. Struktura ukupnih prihoda od upravljanja portfeljem; 2015. - 2016.; tis. kn..... | 41 |
| Tablica 4. prosječni prinosi fondova na dan 22.VI.2018..... | 44 |
| Tablica 5. prinosi mješovitog UCITS fonda PBZ Global na dan 22.VI.2018. | 45 |
| Tablica 6. fiksne kamatne stope na kunsku oročenu štednju; PBZ d.d.; 22.VI.2018..... | 45 |
| Tablica 7. Kretanja vrijednosti burzovnog indeksa CROBEX u bodovima; 15.I.2010 - 15.VI.2018..... | 46 |
| Tablica 8. Investicijske pozicije i prihodi po investicijskim opcijama..... | 47 |

POPIS GRAFIKONA

| | |
|--|----|
| Grafikon 1. Vlasnička struktura tržišta kapitala u zapadnim društvima; 2017..... | 12 |
| Grafikon 2. Ukupni prihodi pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga; 2014. - 2016.; tis. kn..... | 39 |
| Grafikon 3. struktura ulaganja UCITS fondova na dan 31.XII.2016.; tis. kn..... | 43 |

POPIS SHEMA

| | |
|---|----|
| Shema 1. Tipovi financijskih ustanova..... | 4 |
| Shema 2. Organizacijska struktura financijskog tržišta..... | 14 |