

# Analiza poslovanja otvorenih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

---

Zadavec, Elvis

Master's thesis / Diplomski rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:634565>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-13**



Repository / Repozitorij:

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**ELVIS ZADRAVEC**

**ANALIZA POSLOVANJA OTVORENIH  
INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI  
HRVATSKOJ**

Diplomski rad

Pula, 2016.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**ELVIS ZADRAVEC**

**ANALIZA POSLOVANJA OTVORENIH  
INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI  
HRVATSKOJ**

Diplomski rad

**JMBAG: 0303005650**

**Studijski smjer: Management i poduzetništvo**

**Predmet: Management financijskih institucija**

**Znanstveno područje: Društvene znanosti**

**Znanstveno polje: Ekonomija**

**Znanstvena grana: Financije**

**Mentor: izv.prof.dr.sc. Manuel Benazić**

Pula, studeni 2016.



## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani Elvis Zdravec, kandidat za magistra ekonomije/poslovne ekonomije ovime izjavljujem da je ovaj Diplomski rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Diplomskog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student

---

U Puli, \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godine



## IZJAVA

### o korištenju autorskog djela

Ja, \_\_\_\_\_ dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile  
u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj diplomski rad pod nazivom

---

koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama.

Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, \_\_\_\_\_ (datum)

Potpis

---

# SADRŽAJ

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. UVOD</b> .....  | <b>1</b>  |
| <b>2. OTVORENI INVESTICIJSKI FONDOVI</b> .....  | <b>3</b>  |
| 2.1. Povijesni razvoj otvorenih investicijskih fondova .....                                  | 4         |
| 2.2. Obilježja otvorenih investicijskih fondova .....   | 7         |
| <b>3. OTVORENI INVESTICIJSKI FONDOVI U HRVATSKOJ</b> .....                                    | <b>13</b> |
| 3.1. Zakonodavni i nadzorni okvir .....   | 14        |
| 3.2. Društva za upravljanje investicijskim fondovima .....                                    | 17        |
| 3.3. Depozitna banka otvorenog investicijskog fonda.....                                      | 24        |
| 3.4. Vrste otvorenih investicijskih fondova.....  | 26        |
| 3.4.1. Novčani fondovi .....  | 28        |
| 3.4.2. Obveznički fondovi .....   | 29        |
| 3.4.3. Dionički fondovi .....   | 29        |
| 3.4.4. Mješoviti fondovi .....  | 30        |
| <b>4. ANALIZA POSLOVANJA OTVORENIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U<br/>REPUBLICI HRVATSKOJ</b> ..... | <b>31</b> |
| 4.1. Obilježja tržišta otvorenih investicijskih fondova .....                                 | 31        |
| 4.2. Pokazatelji poslovanja otvorenih investicijskih fondova .....                            | 33        |
| 4.2.1. Broj otvorenih investicijskih fondova .....  | 33        |
| 4.2.2. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova .....                                    | 39        |
| 4.2.3. Analiza strukture ulaganja otvorenih investicijskih fondova .....                      | 44        |
| 4.2.3.1. Prikaz strukture novčanog fonda.....   | 54        |
| 4.2.3.2. Prikaz strukture obvezničkog fonda .....   | 55        |
| 4.2.3.3. Prikaz strukture dioničkog fonda .....   | 56        |
| 4.2.3.4. Prikaz strukture mješovitog fonda .....  | 58        |
| 4.2.4. Analiza prinosa otvorenih investicijskih fondova .....                                 | 60        |

|  |           |
|--|-----------|
| 4.2.4.1. Prinosi odabranih novčanih fondova .....                                | 60        |
| 4.2.4.2. Prinosi odabranih obvezničkih fondova .....                             | 62        |
| 4.2.4.3. Prinosi odabranih dioničkih fondova.....                                | 64        |
| 4.2.4.4. Prinosi odabranih mješovitih fondova.....                               | 66        |
| 4.3. Usporedba prinosa otvorenih investicijskih fondova i alternativnih ulaganja | 68        |
| <b>5. ZAKLJUČAK .....</b>  | <b>78</b> |
| <b>POPIS LITERATURE .....</b>  | <b>80</b> |
| <b>POPIS TABLICA .....</b>   | <b>84</b> |
| <b>POPIS SLIKA.....</b>  | <b>84</b> |
| <b>POPIS GRAFIKONA.....</b>  | <b>85</b> |
| <b>SAŽETAK.....</b>  | <b>87</b> |
| <b>SUMMARY.....</b>  | <b>88</b> |

## 1. UVOD

Užurbani način života koji je sve više izražen kod većine ljudi, sve veći naglasak daje na potrebu za investiranjem slobodnih sredstava, kako bi se ulaganjem istih došlo do dodatnih sredstava prijeko potrebnih za osiguranjem bolje i ljepše budućnosti. Zahvaljujući financijskim institucijama i ostalim posrednicima na financijskom tržištu, potencijalnim štedišama, ulagačima i investitorima nude se različiti modeli ulaganja, a jedan od njih je ulaganje u otvorene investicijske fondove, sve više prepoznat i od strane malih ulagača. S obzirom na različite oblike otvorenih investicijskih fondova, ovakav način ulaganja zanimljiv je različitim tipovima ulagača, koji se prema vlastitim ambicijama i sklonostima mogu opredijeliti za onaj oblik koji im najviše odgovara.

Predmet istraživanja odnosi se na otvorene investicijske fondove, odnosno na njihovo poslovanje u Republici Hrvatskoj. Svrha ovog rada je ukazati na obilježja otvorenih investicijskih fondova u hrvatskoj i na njihove međusobne razlike, prikazati razvoj i rezultate njihova poslovanja, uspoređujući ih s alternativnim oblicima ulaganja. Cilj rada je dokazivanje prednosti i nedostataka otvorenih investicijskih fondova, te utvrđivanje eventualnih prilika i prijetnji u daljnjem razvoju njihove industrije.

Na samom početku rada biti će objašnjeni osnovni pojmovi vezani uz investicijske fondove, nakon čega slijedi kratak prikaz razvoja investicijskih fondova kroz povijest te opis osnovnih obilježja vezanih uz strukturu, strategiju ulaganja, prinose i rizike. U trećem poglavlju biti će predstavljene zakonske promjene tijekom razdoblja djelovanja investicijskih fondova u hrvatskoj, te aktualni zakonski okvir s propisanim pravilima, uvjetima i procedurama za osnivanje i rad otvorenih investicijskih fondova. Biti će opisani uvjeti pod kojima mogu poslovati društva za upravljanje investicijskim fondovima, s pridruženim obvezama i regulativama, te ovlasti i obaveze depozitne banke kao odgovorne za sigurnost imovine fondova. Neizostavnu ulogu, u vidu nadzornog tijela u poslovanju investicijskih fondova ima Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), te će njezine ovlasti također biti opisane u istom poglavlju. U nastavku slijedi podjela otvorenih investicijskih fondova uz pojedinačni opis i istaknute značajke svake vrste. U



četrto, ujedno i glavnom poglavlju nastojat će se analizirati poslovanje otvorenih investicijskih fondova u hrvatskoj kroz razne pokazatelje. Kretanjem broja i neto imovine otvorenih investicijskih fondova biti će prikazan razvoj fondovske industrije te zastupljenost pojedinih oblika. Prikazom strukture otvorenih investicijskih fondova nastojat će se ukazati na strukturne promjene u posljednjih desetak godina, te na razlike između pojedinih oblika fondova glede sektorske, valutne i geografske izloženosti, potkrijepljene primjerima ZB Invest fondova. Analiza prinosa otvorenih investicijskih fondova biti će prikazana usporedbom po tri fonda iz svake kategorije, tabelarnim i grafičkim prikazima prosječnih godišnjih prinosa, a izabrani fondovi su fondovi sljedećih društava za upravljanje investicijskim fondovima: ZB Invest-a, PBZ Invest-a i HPB Invest-a. Na samom kraju će biti ukratko opisani alternativni načini ulaganja, s pridruženim tabelarnim i grafičkim prikazima ostvarenih prinosa, kao usporedba s prinosima otvorenih investicijskih fondova.

Kod utvrđivanja i dokazivanja navedenog koristit će se različite znanstvene metode: induktivna metoda, metoda sinteze, metoda dokazivanja, metoda deskripcije, metoda kompilacije, metoda eksplanacije, metoda komparacije, te različiti statistički prikazi putem grafikona, tablica i slika.

## 2. OTVORENI INVESTICIJSKI FONDOVI

„Investicijski fondovi su financijske institucije ili institucionalni investitori na tržištu kapitala koji prikupljaju sredstva od svojih ulagača te ih plasiraju u kratkoročne i dugoročne investicije, odnosno u različite financijske instrumente“<sup>1</sup>. „Investicijske fondove možemo nazvati kanalima putem kojih se štednja velikog broja pojedinačnih investitora može usmjeriti u dionice, obveznice ili kratkoročne vrijednosne papire na tržištu kapitala“<sup>2</sup>. Na tržištu kapitala investicijski fondovi kao institucionalni investitori javljaju se u dva oblika, kao otvoreni i zatvoreni investicijski fondovi. „Otvoreni investicijski fondovi (open-end funds) su najpopularniji i najbrojniji investicijski fondovi u svijetu“<sup>3</sup>. „Investicijski fondovi, bez obzira na njihov tip i specijalizaciju, su profesionalno upravljane grupe vrijednosnica organizirane kao jedan ili više portfelja. Kad ulagač ulaže svoja sredstva u investicijski fond, on ne ulaže ni u jednu posebnu vrijednosnicu koju fond drži, već u sve njih zajedno i to uglavnom tako da on kupuje ulog u fondu i na taj način stječe indirektno pravo vlasništva nad fondom i njegovim portfeljem“<sup>4</sup>. Otvoreni investicijski fond predstavlja zasebnu imovinu, bez pravne osobnosti, što ga uz odobrenje HANFA-e osniva društvo za upravljanje fondovima<sup>5</sup>. Predmet poslovanja je isključivo prikupljanje novčanih sredstava izdavanjem i javnom prodajom dokumenata o udjelu u fondu čija se sredstva ulažu u skladu s propisanim Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (u nastavku ZOIFJP) (NN, br. 44/16). „Društvo mora dostaviti HANFA-i prospekt fonda kojim ono upravlja te svaku njegovu promjenu. Prospekt je javna ponuda i poziv na kupnju dokumenata o udjelu otvorenog fonda, a mora sadržavati informacije i podatke na osnovi kojih ulagači mogu dobiti predodžbu o stvarnom stanju fonda. Za razliku od zatvorenih, kod otvorenih investicijskih fondova nema ograničenja broja udjela, a fond se povećava s porastom broja prodanih udjela. Vrijednost imovine fonda društvo izračunava i utvrđuje svakog burzovnog dana na temelju tečajnih vrijednosti njegovih

---

<sup>1</sup>KD Locusta Fondovi, d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima, <http://www.kd-group.hr/index/hr-42.html>, (pristupljeno 10. kolovoz 2015.)

<sup>2</sup> B. Novak, *Financijska tržišta i institucije*, Osijek, Ekonomski fakultet, 2002., str. 284.

<sup>3</sup> Z. Lešić, M. Gregurek, *Financijske institucije i tržišta*, Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adam Krčelić“, Zaprešić, 2014., str. 98.

<sup>4</sup> M. Cvjetičanin, *Burzovno trgovanje*, Priručnik za investitore i analitičare, Masmedia, Zagreb, 2004., str. 125.

<sup>5</sup>D. Jurić, *Društva za upravljanje investicijskim fondovima*, Zb. Prav. fak. Sveuč. Rijeka, 2008., str. 2., [http://hrcaj.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=39991](http://hrcaj.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=39991), (pristupljeno 10. Kolovoz 2015.)

vrijednosnih papira i depozita u financijskim institucijama te drugih imovinskih vrijednosti uz odbitak obveza. Uz stalnu raspoloživost kupnje novih udjela, vlasnik dokumenta o udjelu u fondu može u svakom trenutku zahtijevati isplatu dokumenta o udjelu uz njegov povrat i istup iz fonda<sup>6</sup>.

## 2.1. Povijesni razvoj otvorenih investicijskih fondova

Prvi oblici investicijskih fondova nastali su u užim krugovima investitora koji za svoje potrebe osnivaju zatvorene investicijske fondove. Tek se kasnije javljaju otvoreni investicijski fondovi namijenjeni pojedincima čime kolektivno investiranje postaje dostupno široj javnosti. Prvi investicijski fond spominje se 1822. godine u Nizozemskoj, pod nazivom „investment trust“ kojeg je osnovao Wiliam I s namjerom ulaganja na inozemnim tržištima. Nakon Nizozemske, fondovi su se proširili u Švicarsku, zatim Škotsku, pa preko Velike Britanije i Francuske sve do SAD-a, gdje je prvi investicijski fond osnovan 1890. godine. Svi tada osnovani investicijski fondovi djelovali su kao fondovi zatvorenog tipa, sve do 1924. godine kada je u Bostonu, pod nazivom „*Massachusetts Investor's Trust*“ osnovan prvi fond otvorenog tipa. Fond je započeo sa skromnim portfeljem od 45 dionica i 50.000 \$ u aktivi, da bi kroz samo godinu dana narastao na 392.000 \$ u aktivi, sa ulozima od oko 200 dioničara<sup>7</sup>.

Burzovni krah 1929. godine i Velika svjetska ekonomska kriza<sup>8</sup> koja je slijedila nakon toga, usporili su fondovske industrije i istodobno prisilili američki Kongres da izglasa zakone koji će regulirati financijsko tržište i na primjeren način štiti investitore. Prvi od njih je bio „Securities Act“, izglasan 1933. godine, prema kojemu su se fondovi morali registrirati kod američke Komisije za vrijednosne papire, a također su bili obvezani investitorima ponuditi Prospekt fonda prilikom prodaje udjela

---

<sup>6</sup> B. Morić Milovanović, i F. Galetić, *Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa, 30 (1) str. 79-91., 2006., Stručni članak, str. 81., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=8375](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=8375), (pristupljeno 10. kolovoza 2015. )

<sup>7</sup> M. Klačmer Čalopa, M. Cingula, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str. 103-104.

<sup>8</sup> Velika depresija ili Velika gospodarska kriza bila je najgora gospodarska propast ikada u povijesti SAD-a te se proširila na gotovo cijeli industrijalizirani svijet. Kriza se između ostalog, očitovala slomom cijelog niza privrednih subjekata, masovnom nezaposlenošću i deflacijom. Preuzeto: D. Pavić, I. Balta, *Uzroci velike gospodarske krize u SAD-u i Hooverovo upravljanje krizom*, filozofski fakultet u Osijeku, izvorni znanstveni rad, UDK 338(73)“192“, str. 137. [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=115564](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=115564), (pristupljeno 14. kolovoza 2015.)

u fondu. Od 50-ih godina prošlog stoljeća pa sve do danas, veličina i popularnost investicijskih fondova raste proporcionalno rasponu i sofisticiranosti njihovih proizvoda, usluga i distribucijskih kanala, kako bi zadovoljili potrebe svojih klijenata. Danas postoji na tisuće fondova različitog tipa, različitih vrsta i strategija ulaganja. Investicijski fondovi danas su nositelji aktivnosti i jedni od najvažnijih sudionika i pokretača financijskog tržišta<sup>9</sup>.

U Hrvatskoj je razvoj investicijskih fondova vezan uz proces privatizacije, kao što je to tada bio slučaj i kod većine tranzicijskih zemalja. U sklopu kuponske privatizacije<sup>10</sup> pokrenut je rad privatizacijskih investicijskih fondova, koji su se kasnije transformirali u zatvorene investicijske fondove odnosno u holding društva<sup>11</sup>.

Donošenjem Zakona o investicijskim fondovima<sup>12</sup> osigurani su pravni uvjeti za razvoj investicijskih fondova u Hrvatskoj, no njihov pravi razvoj započinje tek donošenjem Zakona o privatizacijskim investicijskim fondovima<sup>13</sup> i pokretanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova<sup>14</sup> (PIF-ova), putem kojih se transformirao velik dio poduzeća iz državnog u privatno vlasništvo.

„Samodol (1999) govori kako je u posjed PIF-ova dospjelo najmanje 90% „uginulih“ poduzeća. Ono što daje negativnu gospodarsku i moralnu dimenziju takvom stanju jest činjenica da su dioničari takvih „lešinarskih“ fondova postali upravo ratni stradalnici. Zahvaljujući baš PIF-ovima, mnogi su građani na pogrešan način upoznali instituciju investicijskih fondova te su i danas investicijski fondovi za njih

---

<sup>9</sup> Investicijski fondovi, Kratka povijest investicijskih fondova, <http://www.fondovi.hr/edukacija/kratka-povijest-investicijskih-fondova/> (pristupljeno 14. kolovoza 2015.)

<sup>10</sup> Kuponska privatizacija je prijenos dionica bez naplate, odnosno postupak dodjele dionica bez naplate, u skladu s odredbama Zakona o privatizaciji. Preuzeto: Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima, Urednički pročišćeni tekst, „Narodne novine“ broj 109/97 i 114/01, članak 2.

<sup>11</sup> D. Jurić, *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, pregledni znanstveni članak, 2005., str. 389., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=848](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=848), (pristupljeno 15. kolovoza 2015.)

<sup>12</sup> Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 107/95.

<sup>13</sup> Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 109/97.

<sup>14</sup> Osnovani privatizacijski fondovi 1997. godine u Hrvatskoj su: PIF Dom fond d.d., PIF Expandia fond d.d., PIF Pleter d.d., Slavonski PIF d.d., Sunce PIF d.d., Središnji nacionalni fond – PIF d.d., Velebit PIF d.d.

nepouzdana i nepoželjne financijske institucije. To je ujedno jedan od ograničavajućih činitelja njihova daljnjeg razvoja u smislu potražnje<sup>15</sup>.

Pogreška je napravljena kada je PIF-ovima dopuštena trenutna transformacija u zatvorene investicijske fondove bez obveze prethodnog usklađivanja portfelja prema Zakonu o investicijskim fondovima te dopuštanjem njihove daljnje transformacije u holding kompanije, čime su izašli iz nadzorne nadležnosti Hrvatske Komisije za vrijednosne papire. Mnogi PIF-ovi su povećali svoju imovinu zamjenom dionica s Hrvatskim fondom za privatizaciju, koja im je dopuštena 1999. godine, a kojom su pojedini fondovi u zamjenu za nelikvidne dionice odnosno za dionice nesolventnih poduzeća dobivali visokovrijedne dionice uspješnih poduzeća. Upravom su zamjenom dionica pojedini PIF-ovi ostvarili većinski udio u privatiziranim poduzećima te se naknadno transformirali u holding društva jer nisu mogli uskladiti portfelj prema Zakonu o investicijskim fondovima. Tako je doprinos PIF-ova razvoju tržišta kapitala u Hrvatskoj bio neznatan<sup>16</sup>.

Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima osnovano je 17.04.1997. godine pod nazivom Fondinvest, koje je te iste godine na odobrenje Komisije za vrijednosne papire Republike Hrvatske (današnja HANFA), osnovalo prvi otvoreni investicijski fond s javnom ponudom (KD Victoria) u Hrvatskoj.<sup>17</sup> Ubrzo nakon toga društva za upravljanje investicijskim fondovima počinju osnivati i vodeće banke, pa su tako 1998. godine osnovani PBZ Invest, Erste Invest, Hypo Alpe-Adria-Invest i mnogi drugi<sup>18</sup>. „Velike bankarske grupacije i danas pokreću hrvatsko tržište investicijskih fondova, koje ponudu svojih proizvoda nastoje proširiti upravo osnivanjem društava za upravljanje fondovima i otvorenim investicijskim fondovima. Time nastoje pronaći nove načine prikupljanja kapitala, koji je sve više koncentriran upravo u tim grupacijama“<sup>19</sup>.

---

<sup>15</sup> D. Jurić, *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, pregledni znanstveni članak, 2005., str. 388-389, [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=848](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=848), (pristupljeno 15. kolovoza 2015.)

<sup>16</sup> loc.cit.

<sup>17</sup> KD Locusta Fondovi, d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima, <http://www.kd-group.hr/index/hr-42.html>, (pristupljeno 15. kolovoz 2015.)

<sup>18</sup> Investicijski fondovi, Kratka povijest investicijskih fondova, <http://www.fondovi.hr/edukacija/kratka-povijest-investicijskih-fondova/> (pristupljeno 15. kolovoza 2015.)

<sup>19</sup> D. Jurić, op. cit., str. 389.

Tijekom godina mijenjali su se zakoni, pa se tako mijenjala i podjela investicijskih fondova, te danas u Hrvatskoj poznajemo dvije osnovne vrste investicijskih fondova. Otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (UCITS fondovi)<sup>20</sup> ujedno i najpopularniji, predstavljaju prvu vrstu investicijskih fondova, dok se druga odnosi na Alternativne investicijske fondove (AIF-ove).

Prema podacima HANFE u srpnju 2016. godine u Hrvatskoj su bila registrirana 22 društva za upravljanje investicijskim fondovima, od čega ih 7 obavlja poslove upravljanja UCITS fondovima i AIF-ovima, 8 društava upravlja samo UCITS fondovima, dok 7 društava upravlja samo AIF-ovima. Registrirano je 115 investicijskih fondova od čega se njih 85 odnosi na UCITS fondove.

## 2.2. Obilježja otvorenih investicijskih fondova

Srednjoročna i dugoročna ulaganja u fondove imaju niz prednosti u odnosu na druge oblike štednje kao što su štednja u bankama, životno osiguranje ili kupovina nekretnina. Prinosi otvorenog investicijskog fonda zavise o njegovoj investicijskoj strukturi, sposobnosti te stručnosti društva za upravljanje, kao i o situacijama na tržištu kapitala. Profesionalno upravljanje i velika disperzija ulaganja, udjele u fondovima čini vrlo likvidnim, čime se postiže sigurnost i povjerenje u fond<sup>21</sup>. S obzirom na jednostavnost rukovanja udjelom od strane ulagača, investicijski fondovi namijenjeni su svakome tko nema dovoljno vremena, iskustva, znanja i strpljenja da bi se samostalno bavio s kupnjom vrijednosnih papira na tržištu kapitala, a želi ostvariti veći prinos nego klasičnim oblicima štednje<sup>22</sup>. Rast vrijednosti udjela, tj. prinos, predstavlja mjerilo uspješnosti otvorenog investicijskog fonda, a mijenja se sukladno promjeni tečaja vrijednosnih papira u vlasničkoj strukturi fonda. Npr., ukoliko se vrijednost udjela u periodu od jedne godine povećala za 20%, to znači da

---

<sup>20</sup> UCITS-Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities (Društava za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire). UCITS fondovi su fondovi čije je upravljanje prilagođeno EU direktivama. Investicijski fondovi, HANFA, <http://www.hanfa.hr/getfile/42495/HANFA-Inv-Fond.pdf>, (pristupljeno 25. kolovoz 2016.)

<sup>21</sup> B. Morić Milovanović, i F. Galetić, *Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa, 30 (1) str. 79-91., 2006., Stručni članak, str. 82., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=8375](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=8375), (pristupljeno 16. kolovoz 2015.)

<sup>22</sup> Hrportfolio portal, <http://www.hrportfolio.hr/o-fondovima/opcenito-o-fondovima>, (pristupljeno 16. kolovoza 2015.)

se ulagačima koji su imali uloge u tom fondu, vrijednost uloga povećala za 20%, tj. fond je u tom razdoblju poslovao sa prinosom od 20%<sup>23</sup>. Ukoliko je u tom periodu bila prisutna inflacija prinos će biti umanjen za visinu stope inflacije, te uvećan za stopu deflacije u slučaju nastupanja iste. Vrijednost udjela fonda za koji se koristi i skraćenica NAV<sup>24</sup>, mora se utvrditi jednom dnevno kako bi vrijednost udjela bila u koraku sa zbivanjima na tržištu. Povećanje ili smanjenje broja udjela otvorenog investicijskog fonda nema utjecaja na promjenu neto vrijednosti imovine fonda, budući da se i brojnik i nazivnik mijenjaju proporcionalno. „Društva za fondove izračunavaju NAV i za neradne dane, jer se isti mijenja radi kamata na obveznice, radi kamate na deponirana sredstva i radi naknade za upravljanje i naknade depozitnoj banci“<sup>25</sup>.

Osnovna obilježja otvorenih investicijskih fondova su<sup>26</sup>:

1. Likvidnost – postoji mogućnost naplate kupljenih udjela kada god to ulagač želi jer investicijski fondovi imaju mogućnost brze pretvorbe negotovinskih sredstava, npr. vrijednosnih papira u gotovinski oblik. Iz investicijskog fonda moguće je u svakom trenutku podići sredstva bez ikakve izlazne provizije, a društvo za upravljanje fondom u roku sedam dana od primitka zahtjeva za otkupom mora uplatiti novac na račun ulagača.

2. Sigurnost i prinos – prvi element sigurnosti je ulaganje sredstava u velik broj financijskih instrumenata, tj. vrijednosnih papira (disperzija rizika). Sredstva se ulažu samo u najsigurnije financijske instrumente. Prosječni godišnji prinosi investicijskih fondova u svijetu kreću se između 8 – 15%. Zbog dugoročnog stabilnog

---

<sup>23</sup> Lider-centar, računovodstvene i knjigovodstvene usluge, <http://lidercentar.com/investiranje-fondovi/kd-fondovi>, (pristupljeno 16. kolovoz 2015.)

<sup>24</sup> NAV (Net asset value) = (tržišna vrijednost imovine - obveze)/ broj izdanih udjela. Mjerenje povrata na ulaganje u otvorene investicijske fondove uvelike olakšava zakonom regulirana činjenica da su fondovi dužni, uz superviziju depozitne banke, svaki dan izračunavati vrijednost udjela ili NAV. Ulagači su na taj način informirani o kretanju svoje uložene imovine na dnevnoj razini. Svaki otvoreni investicijski fond obavještava svoje ulagače o njihovim udjelima, a ulagači mogu informacije o dnevnim prinosima fondova pronaći u dnevnim/poslovnim novinama te specijaliziranim internetskim stranicama/portalima. Ulagač može svaki dan provjeriti stanje svoje investicije bez dodatnih troškova. Preuzeto: Vukas, J., Gvozdanović I., Jalšenjak B., Elementi poslovne etike u financijskom sektoru s naglaskom na investicijske fondove (2011), pregledni članak, str. 50, [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=113191](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=113191), (pristupljeno 16.kolovoz 2015.)

<sup>25</sup> Hrportfolio portal, <http://www.hrportfolio.hr/fondovi-a-z/osnovna-objasnjenja>, (pristupljeno 16. kolovoza 2015.)

<sup>26</sup> B. Milovanović Morić, F. Galetić, *Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj*, stručni članak, 2006., str. 82., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=8375](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=8375), (pristupljeno 18. kolovoza 2015.)

prinosa, likvidnosti i niskih troškova poslovanja investicijski su fondovi jedan od najboljih načina dugoročne štednje.

3. Troškovi ulaganja – pri ulaganju u investicijske fondove mogu se zaračunati ulazna i izlazna provizija, naknada za upravljanje te troškovi izdavanja dokumenata. Iznos ulazne provizije po pravilu ne prelazi 3% vrijednosti uloga povećane za porez, a izlazna se provizija najčešće ne naplaćuje. Naknada za upravljanje društva za upravljanje fondovima može godišnje iznositi najviše 2% ukupne vrijednosti imovine fonda, a troškovi izdavanja dokumenata, uzimanje dokumenata o udjelu natrag i njihove isplate mogu dosegnuti najviše 5% vrijednosti dokumenata o udjelu. Načela obračuna troškova razliku se među fondovima, a ovisе o vrsti udjela.

4. Porez – otvoreni investicijski fond u Hrvatskoj se ne smatra pravnom osobom pa stoga ne plaća ni porez na dobit. Zbog takvog statusa investicijski fondovi imaju mogućnost ostvarivanja većih prinosa od drugih sudionika na tržištu kapitala.

5. Privatnost podataka o vlasništvu nad udjelima – zajamčena je, a zaštita od mogućnosti da se njima neovlašteno koriste druge osobe sigurna je. Svi podaci zabilježeni na elektroničkim medijima čuvaju se trajno. Društvo za upravljanje vodi evidenciju o vlasnicima udjela i smatraju ih poslovnom tajnom.

6. Informiranost – ulagač u svakom trenutku može saznati koliki je njegov udio.

Prilikom ulaganja u fondove ulagači trebaju biti svjesni i nedostataka koji često nisu jasno prezentirani potencijalnim investitorima. Glavni nedostaci fondova u odnosu na klasičnu bankovnu štednju su promjenjivost prinosa i nepostojanje garancije države za novčani ulog kao što je to slučaj kod štednje u banci.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> F.S. Mishkin, S.G. Eakins, *Financijska tržišta+intitucije*, 2005., Mate, Zagreb, str. 238.



Rizik ulaganja na tržištu kapitala predstavlja mogućnost odnosno vjerojatnost da prinos od ulaganja bude nezadovoljavajući ili negativan. Takvi prinosi kod investiranja u investicijski fond mogu nastati kao posljedica sljedećih rizika:<sup>28</sup>

1. Tržišni rizik – rizik promjene cijena financijskih instrumenata. Imovina fonda se investira sukladno strategiji i ograničenjima ulaganja navedenim u prospektu fonda. Imovina fonda koja je uložena u financijske instrumente kojima se trguje na tržištima izložena je dnevnim promjenama cijena što utječe na rast ili pad vrijednosti imovine odnosno neto vrijednosti udjela. Do smanjenja prinosa na ulaganje može doći uslijed pada cijene pojedinog instrumenta u koji je uložena imovina fonda.

2. Valutni rizik – rizik promjene tečaja. S obzirom da financijski instrumenti u koje je uložena imovina fonda mogu biti denominirani u različitim valutama, taj dio imovine izložen je riziku promjene tečaja pojedine valute u odnosu na obračunsku valutu u kojoj se mjeri prinos na ulaganje u fondu. Postoji rizik pada tečaja valute (deprecijacija) i njegovog rasta (aprecijacija), što može dovesti do rasta ili pada vrijednosti udjela u fondu.

3. Kreditni rizik – je rizik gubitka zbog neispunjavanja novčane obveze dužnika ili izdavatelja financijskog instrumenta prema fondu ili trećim osobama, odnosno zbog smanjenja ocjene kreditne sposobnosti izdavatelja financijskog instrumenta. Neispunjavanje obveze dužnika ili izdavatelja, odnosno smanjenje ocjene kreditne sposobnosti može dovesti do pada vrijednosti financijskih instrumenata tog izdavatelja i može narušiti likvidnost fonda.

4. Rizik likvidnosti – predstavlja vjerojatnost da će fond imati teškoće pri pronalaženju sredstava za namiru obveza povezanih s povlačenjem udjela iz fonda zbog nemogućnosti brze prodaje financijske imovine po cijeni približno jednakoj fer vrijednosti te imovine ili kod prodaje željene količine nekog instrumenta u željenom trenutku.

---

<sup>28</sup> Hrportfolio portal, [http://www.hrportfolio.hr/domene/e-fondovi.eu/?site=sigurnost\\_investicije&name=Sigurnost%20investicije%20-](http://www.hrportfolio.hr/domene/e-fondovi.eu/?site=sigurnost_investicije&name=Sigurnost%20investicije%20-) (pristupljeno 20. kolovoza 2015.)

5. Rizik promjene zakonskih/poreznih propisa – značajne promjene zakonskih i/ili poreznih propisa u Hrvatskoj ili inozemstvu mogu negativno utjecati na profitabilnost ulaganja u financijske instrumente i na položaj ulagača. Ukoliko ulagač (fond) ulaže u strane investicijske fondove, ovaj rizik može biti posebno važan. Zakonski, a posebice porezni tretmani mogu se znatno razlikovati od domaćih, što može imati velikog utjecaja na isplativost ulaganja.

6. Rizik promjene kamatnih stopa – predstavlja vjerojatnost da će prinos do dospijeca kupljenih dužničkih vrijednosnih papira porasti odnosno da će u trenutku kada se dužnički vrijednosti papir treba unovčiti biti veći od onog uz koji je kupljen, što će dovesti do gubitka.

Za izračun rizičnosti fonda koristi se više metoda, a jedne od najpoznatijih su indikatori: VAR – rizičnost vrijednosti (Value at Risk), te SRRI – sintetički indikator rizika i prinosa. Treba napomenuti kako spomenuti indikatori mjere povijesne promjene cijena udjela fonda te dobivena rizičnost i uspješnost fonda u budućnosti nije zajamčena samim pokazateljem. Povijesni podaci ne mogu biti pouzdan pokazatelj budućeg profita jer vrijednost ulaganja u fond može rasti i padati pod različitim utjecajima<sup>29</sup>.

Rizičnost vrijednosti (VAR) je metoda koja prikazuje dio imovine koja je izložena riziku. Dobiveni izračun ove metode prikazuje maksimalni gubitak koji s određenom vjerojatnošću neće biti premašen u odrađenom razdoblju. Interval pouzdanosti koji se najčešće koristi u izračunu je 95%, a ukoliko su cjenovne promjene normalno distribuirane mogu se mijenjati razine vjerojatnosti, na npr. 99%, što se sve više primjenjuje u praksi. Osnovni potencijalni gubitak može se izračunati prema sljedećim odnosima: <sup>30</sup>

$$\text{Rizična vrijednost (VAR)} = (\text{tržišna vrijednost pozicije}) * (\text{cijenovna osjetljivost}) * (\text{potencijalna promjena kamatnih stopa})$$

$$\text{Rizična vrijednost (VAR)} = (\text{tržišna vrijednost pozicije}) * (\text{cijenovna promjenjivost})$$

---

<sup>29</sup> Hrportfolio portal, <http://www.hrportfolio.hr/o-fondovima/rizici>, (preuzeto 20. kolovoz 2015.)

<sup>30</sup> I. Šverko, *Rizična vrijednost (Value at Risk) kao metoda upravljanja rizicima u financijskim institucijama*, stručni članak, 2002., str. 647., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=44517](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=44517), (pristupljeno 20. kolovoza 2015.)

Gledajući na jednostavnom primjeru, vlasnik portfelja od 100.000,00 kuna sa rizičnom vrijednosti (VAR) od 2,7%, može sa vjerojatnošću od 95% očekivati da vrijednost njegovog portfelja neće pasti u određenom razdoblju za više od 2.700,00 kuna.

Sintetički indikator rizika i prinosa (SRRI) je pokazatelj koji prikazuje volatilnost, odnosno međuodnos rizika i prinosa. Volatilnost se računa na temelju povijesnih kretanja vrijednosti udjela u fondu u posljednjih 5 godina, dok se manji period uzima u obzir ukoliko fond postoji manje od 5 godina. U slučaju raspodjele dohotka volatilnost mora biti mjerena uzimajući u obzir odgovarajuće zarade i isplate dividendi. Volatilnost se procjenjuje na temelju tjednih prinosa fonda, a ukoliko nije drugačije moguće na temelju mjesečnih prinosa<sup>31</sup>.

Volatilnost, odnosno međuodnos rizika i prinosa izračunava se sljedećom formulom<sup>32</sup>.

$$\sigma_f = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{i=1}^T (r_{f,i} - \bar{r}_f)^2} \quad (1)$$

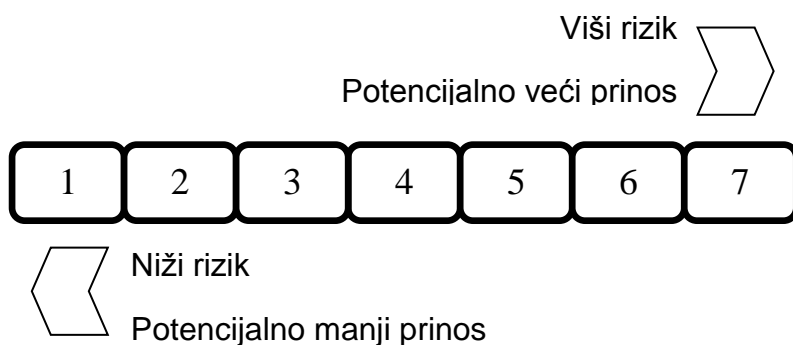
Prema prikazanoj formuli kod procjene na temelju tjednih prinosa, m predstavlja broj tjedana u godini, dok se T odnosi na ukupan broj tjedana tokom promatranog razdoblja. Kod procjene na temelju mjesečnih prinosa, m predstavlja broj mjeseci u godini a T ukupan broj mjeseci tokom promatranog razdoblja. Oznaka r predstavlja prinose fonda, a  $\bar{r}$  aritmetičku sredinu prinosa fonda u promatranom razdoblju. Dobiveni izračun na skali od 1 do 7 pokazuje međuodnos rizika i prinosa.

---

<sup>31</sup>Committee of European Securities Regulators, Ref.: CESR/09-1026, December 2009., str. 2. [http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/legal\\_texts/framework/091221-methodologies-1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/legal_texts/framework/091221-methodologies-1_en.pdf), (pristupljeno 20. kolovoza 2015.)

<sup>32</sup> loc.cit.

Slika 1. Sintetički indikator rizika i prinosa



Izvor: izradio autor

Što je broj manji to je niži rizik, a i potencijalno manji prinos, dok viši brojevi ukazuju na viši rizik i potencijalno veći prinos. Treba napomenuti kako najniža ocjena sintetičkog rizika ne jamči ulaganje bez rizika. Također, prilikom tumačenja i primjene sintetičkih pokazatelja treba uzeti u obzir da povijesni podaci nisu pokazatelj budućeg profita fonda, te da se kategorija rizičnosti i prinosa može mijenjati tijekom vremena<sup>33</sup>.

### 3. OTVORENI INVESTICIJSKI FONDOVI U HRVATSKOJ

Investicijski fondovi općenito, pa tako i otvoreni investicijski fondovi relativno su nova pojava na hrvatskom financijskom tržištu s obzirom na tradiciju njihovog djelovanja u svijetu<sup>34</sup>. Prvi zakonski okviri za rad investicijskih fondova u Hrvatskoj doneseni su 1995. godine Zakonom o investicijskim fondovima<sup>35</sup>, nakon toga slijedile su promjene uvođenjem novih zakona 2005. i 2013. godine, a posljednje promjene uvedene su Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom<sup>36</sup> donesenim 2016. godine. Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima<sup>37</sup> iz 2013. godine došlo je do promjene osnovne podjele investicijskih fondova. Prema toj

<sup>33</sup> Hrportfolio portal, <http://www.hrportfolio.hr/o-fondovima/rizici>, (pristupljeno 20. kolovoza 2015.)

<sup>34</sup> B. Milovanović Morić, F. Galetić, *Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj*, stručni članak, 2006., str. 79., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=8375](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=8375), (pristupljeno 22. kolovoza 2015.)

<sup>35</sup> Zakon o investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 107/95

<sup>36</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16

<sup>37</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 16/13

podjeli danas investicijske fondove dijelimo na Otvorene investicijske fondove s javnom ponudom (UCITS fondovi), te Alternativne investicijske fondove (AIF-ove). Prethodna podjela dijelila je investicijske fondove na otvorene i zatvorene investicijske fondove, a otvoreni investicijski fondovi dijelili su na one s javnom i privatnom ponudom, te otvorene investicijske fondove rizičnog kapitala. Poslovanje Otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom uređeno je istoimenim zakonom, prema kojem UCITS fondove mogu osnivati društva za upravljanje UCITS fondovima, na temelju odobrenja Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA-e). „UCITS fondovi namijenjeni su širokom krugu ulagatelja, dok su AIF-ovi predviđeni uglavnom za ulagatelje s više iskustva i znanja u području ulaganja. UCITS fondovi strože su i detaljnije regulirani te je njihovo poslovanje ujednačeno na razini cijele Europske unije. Jedna od bitnih razlika između UCITS fondova i AIF-ova jest u tome što je AIF-ovima omogućen širi raspon ulaganja u razne vrste imovine u koje UCITS fondovima nije dopušteno ulagati“<sup>38</sup>. Rad otvorenih investicijskih fondova podliježe višestrukom nadzoru, a opis obaveza i djelatnosti institucija i tijela koja su zadužena za kontrolu i nadzor, slijedi u nastavku poglavlja.

### **3.1. Zakonodavni i nadzorni okvir**

Poslovanje investicijskih fondova u Hrvatskoj uređeno je Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (u nastavku ZOIFJP) koji je na snazi od 19. svibnja 2016. godine i Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima koji je stupio na snagu 31. siječnja 2013. godine, a upotpunjeni su raznim regulativama. Ovim zakonima i regulativama prihvaćene su i u pravni sustav Republike Hrvatske unesene brojne direktive EU, Europskog parlamenta i Vijeća koje su bile nužne, s obzirom na članstvo Hrvatske u EU, te zbog daljnjeg razvoja fondovske industrije u Hrvatskoj, koja je bila uvelike ograničena prethodnim regulativnim okvirima. Dotadašnji aktualni zakoni bili su doneseni u potpuno drugačijim uvjetima od današnjih te nisu zadovoljavali potrebe brzo rastuće i sofisticirane industrije<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Investicijski fondovi, HANFA, str. 3., <http://www.hanfa.hr/getfile/42495/HANFA-Inv-Fond.pdf> (pristupljeno 27. kolovoza 2016.)

<sup>39</sup> D. Jurić, *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, pregledni znanstveni članak, 2005., str. 391., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=848](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=848), (pristupljeno 15. kolovoza 2015.)

Donošenjem navedenih zakona osigurana je viša razina zaštite ulagača utvrđivanjem zajedničkog okvira za odobrenje za rad i nadzor poslovanja društava za upravljanje. Jasnije razgraničavanje kategorije otvorenih fondova od ostalih oblika, tzv. alternativnih investicijskih fondova, bilo je nužno uslijed transformacije tržišta nakon ulaska Republike Hrvatske u Europsku uniju s obzirom na liberalizaciju tržišta, odnosno otvaranje granica za fondove registrirane u inozemstvu. Važno je istaknuti kako Zakon osigurava temeljno usklađivanje koje je potrebno i dovoljno kako bi se osiguralo uzajamno priznavanje sustava izdavanja odobrenja za rad i bonitetnog nadzora u EU. „Novi zakoni detaljnije definiraju organizacijske zahtjeve za društva za upravljanje, zahtjeve u vezi s obvezama ustrojavanja interne revizije i drugih mehanizama unutarnjih kontrola te praćenja usklađenosti s relevantnim propisima. Naglašavaju i obvezu i zahtjeve za uspostavljanje sveobuhvatnog i učinkovitog sustava upravljanja rizicima za društva i fondove kojima upravljaju, uključujući strategije, politike, postupke i mjere upravljanja rizicima, kao i tehnike mjerenja rizika te zahtjeve za uspostavljanje sustava za upravljanje likvidnošću, a sve u cilju adekvatnog prepoznavanja i upravljanja svim rizicima kojima društvo i fondovi mogu biti izloženi“<sup>40</sup>.

Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom propisuju se uvjeti za osnivanje i rad UCITS fondova te društava za upravljanje UCITS fondova, te se uređuje način izdavanja i otkupa udjela, trgovanje udjelima, 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<sup>41</sup>.

Prema ZOIFJP-u UCITS fond je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom kojemu je isključivi cilj zajedničko ulaganje imovine, prikupljene javnom ponudom udjela u fondu, u prenosive vrijednosne papire ili druge oblike likvidne financijske imovine, a posluje po načelima razdiobe rizika. UCITS je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva društvo za upravljanje, i njome upravlja u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela u toj imovini, sukladno sa odredbama Zakona,

---

<sup>40</sup> Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2013.), godišnje izvješće, str. 65., [http://www.hanfa.hr/getfile/42467/HANFA\\_GI%202013\\_FINALNA%20VERZIJA\\_ZA%20WEB\\_13\\_02\\_2015.pdf](http://www.hanfa.hr/getfile/42467/HANFA_GI%202013_FINALNA%20VERZIJA_ZA%20WEB_13_02_2015.pdf), (preuzeto 25. kolovoz 2015.)

<sup>41</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 1.

prospekta i pravila tog fonda. Udjeli se u fondu izravno ili neizravno otkupljuju iz imovine otvorenog investicijskog fonda na zahtjev imatelja udjela<sup>42</sup>.

UCITS fond može osnivati društvo za upravljanje UCITS fondovima samo na temelju odobrenja HANFA-e, u čijoj je nadležnosti i nadziranje poslovanja UCITS fonda. HANFA kontinuirano obavlja poslove posrednog i neposrednog nadzora nad društvima za upravljanje investicijskim fondovima. Posredni nadzor nad investicijskim fondovima obavlja se na način da se svakodnevno prikupljaju dnevna, periodična i godišnja izvješća o poslovanju investicijskih fondova te godišnji financijski izvještaji društava za upravljanje investicijskim fondovima i investicijskih fondova revidiranih od strane neovisnog ovlaštenog revizora, kao i financijski i nadzorni izvještaji za razdoblja tijekom godine. Prikupljena izvješća potrebno je analizirati u svrhu provjere poslovanja društva u skladu s propisima ZOIFJP-a i pripadajućih pod zakonskih akata, te u skladu s vlastitim pravilima i standardima propisanih statutom i prospektom. Provjerava se također poštivanje ograničenja ulaganja, kvalitativne i kvantitativne procjene rizika, izračun neto vrijednosti imovine po udjelu, objavljivanje podataka u financijskim izvještajima, objave informacija koje su bitne ulagačima, usklađenost računovodstvenih politika sa zakonskim odrednicama i dr<sup>43</sup>. Za razliku od posrednog nadzora, prilikom obavljanja neposrednog nadzora zaposlenici HANFE ulaze u prostorije društva za upravljanje, gdje imaju izravan uvid u poslovnu dokumentaciju, obavljaju razgovore s relevantnim osobama društva za upravljanje, te na taj način utvrđuju da li se svakodnevni poslovni procesi unutar društva za upravljanje odvijaju u skladu s postupcima opisanim u internim procedurama. Pritom se provjeravaju institucionalni akti društva za upravljanje i investicijskih fondova, proces donošenja odluka o ulaganju, ustroj i vođenje računovodstva i izrada financijskih izvještaja društava za upravljanje i investicijskih fondova, poslovi trgovanja i izvršenja namire, interne procedure i politike, organizacija poslova upravljanja investicijskim fondovima i organizacijska struktura društava za upravljanje te povezanih osoba društava za upravljanje i fondova<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 4.

<sup>43</sup> Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, godišnje izvješće za 2013. godinu, kolovoz 2014., <https://vlada.gov.hr/UserDocsImages//Sjednice/2014/185%20sjednica//185%20-%206.2..pdf>, (preuzeto 26. kolovoza 2015.)

<sup>44</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 352.

Svaki osnovani UCITS fond mora imati i svog depozitara, tj. kreditnu instituciju ili podružnicu kreditne institucije kojoj se pod nadzor stavlja cjelokupna imovina fonda. Za kontrolu poslovanja depozitara također je zadužena HANFA. Na kraju poslovne godine poslovanje fonda i društva pregledava se od strane neovisnog vanjskog revizora, čija uloga je da prosudi i da se pismeno očituje o usklađenosti poslovanja s zakonom. Ukoliko su prekršena pravila koja nalažu zakoni i propisi, HANFA ima pravo oduzeti dozvolu društvu, te upravljanje fonda povjeriti drugom društvu<sup>45</sup>.

### **3.2. Društva za upravljanje investicijskim fondovima**

Prema Zakonu o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN, br. 44/16), društvo za upravljanje UCITS fondovima osniva se i posluje kao društvo s ograničenom odgovornošću ili dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, prema odredbama zakona koji uređuje osnivanje i poslovanje trgovačkih društava. Kako bi društvo uopće moglo osnovati UCITS fond, potrebno je da dobije odobrenje HANFA-e. Agencija će društvu za upravljanje izdati odobrenje za rad ako su ispunjeni uvjeti koje se odnose na:<sup>46</sup>

- oblik, dionice odnosno poslovne udjele i temeljni kapital društva,
- imatelje kvalificiranih udjela
- usku povezanost s fizičkim ili pravnim osobama
- članove uprave i nadzornog odbora društva za upravljanje,
- organizacijske zahtjeve.

U roku 2 mjeseca od zaprimanja zahtjeva Agencija odlučuje o izdavanju odobrenja, a zahtjev će se smatrati uredan ukoliko sadrži sve propisane podatke i ako mu je priložena dokumentacija s propisanim sadržajem. Nakon odobrenja Agencije društvo se upisuje kao djelatnost u sudski registar. Svoju djelatnost društvo

---

<sup>45</sup> Hrportfolio, <http://www.hrportfolio.hr/o-fondovima/sigurnost-investicije>, (preuzeto 26. kolovoza 2015.)

<sup>46</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 25.



može obavljati na području Republike Hrvatske, te na području druge države putem podružnice<sup>47</sup>.

Zakon također propisuje minimalni iznos temeljnog kapitala društva za upravljanje u iznosu od 1.000.000,00 kuna<sup>48</sup>. Ukoliko neto vrijednost imovine fonda kojim upravlja društvo za upravljanje prelazi 2 milijarde kuna, društvo je dužno osigurati dodatni iznos kapitala od 0,02% iznosa za koji neto vrijednost imovine prelazi navedeni iznos, a ukupni iznos temeljnog kapitala i dodatni iznos kapitala ne smiju prelaziti 80.000.000,00 kuna<sup>49</sup>. Kapital društva za upravljanje mora u svakom trenutku biti veći ili jednak većem od sljedeća dva iznosa: iznosa temeljnog kapitala, odnosno ukupnog iznosa temeljnog kapitala i dodatnog iznosa kapitala ako on postoji, te jedne četvrtine općih troškova društva za upravljanje iz prethodne poslovne godine. Društvo za upravljanje dužno je obavještavati Agenciju o ispunjenju kapitalnih zahtjeva najmanje jednom u 3 mjeseca. Ukoliko kapital društva za upravljanje padne ispod razine navedenih minimalnih iznosa, Agencija može naložiti neku od nadzornih mjera i omogućiti društvu da u određenom razdoblju otkloni odstupanja<sup>50</sup>.

Društvo za upravljanje bavi se isključivo djelatnošću upravljanja fondovima. Društvo nije vlasnik imovine uložene u fond već samo upravlja tom imovinom. Prema zakonu imovina društva mora biti odvojena od imovine fonda radi sigurnosti imovine ulagača. Djelatnosti koje društvo za upravljanje može obavljati dijele se na osnovnu i pomoćne djelatnosti. Osnovna djelatnost društva je osnivanje i upravljanje UCITS fondom, te osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondom. Pomoćne djelatnosti koje društvo za upravljanje može obavljati su:<sup>51</sup>

1. upravljanje portfeljem prema odredbama zakona koji uređuje tržište kapitala,
2. osnivanje i upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondom, ako je to dozvoljeno propisima koji uređuju osnivanje i poslovanje dobrovoljnih mirovinskih fondova,

---

<sup>47</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 14.

<sup>48</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 18.

<sup>49</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 20.

<sup>50</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 21.

<sup>51</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 13.

3. investicijsko savjetovanje u vezi s financijskim instrumentima određenima zakonom koji uređuje tržište kapitala,
4. pohrana i administriranje u vezi s udjelima u investicijskom fondu.

U obavljanju djelatnosti upravljanja investicijskim fondovima društvu za upravljanje nameće se čitav niz ograničenja u poduzimanju određenih poslova kojima bi se mogli ugroziti interesi imatelja udjela, odnosno dioničara investicijskog fonda čija je imovina povjerena društvu na upravljanje. Pritom značajnu ulogu ima depozitna banka, koja daje odobrenje za poduzimanje određenih pravnih poslova društvu za upravljanje, te zastupa interese imatelja udjela, odnosno dioničara investicijskih fondova u eventualnim sudskim postupcima koji se vode protiv društva za upravljanje.<sup>52</sup>

Prema članku 106., Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom društvo za upravljanje dužno je:

1. biti sposobno pravovremeno ispuniti svoje dospjele obveze (načelo likvidnosti), odnosno trajno sposobno ispunjavati sve svoje obveze (načelo solventnosti),
2. upravljati UCITS fondom na način da je UCITS fond sposoban pravovremeno ispunjavati svoje dospjele obveze (načelo likvidnosti), odnosno da je UCITS fond trajno sposoban ispunjavati sve svoje obveze (načelo solventnosti),
3. osigurati nuđenje udjela UCITS fonda
4. stjecati imovinu za UCITS fondove isključivo u svoje ime i za račun UCITS fonda, odnosno imatelja udjela UCITS fonda kojim upravlja, pohranjujući je kod depozitara,
5. dostavljati depozitaru preslike svih izvornih isprava vezanih uz transakcije imovinom UCITS fondova, i to odmah po sastavljanju tih isprava ili njihovom

---

<sup>52</sup> D. Jurić, *Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti*, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2008., str. 181.

primitku, te sve ostale isprave i dokumentaciju važnu za obavljanje poslova i izvršavanje dužnosti depozitara,

6. objavljivati podatke o društvu i o UCITS fondovima kojima upravlja

7. zadužiti osobu za održavanje kontakata s Agencijom u cilju provedbe izvješćivanja i drugih korespondentnih aktivnosti zahtijevanih odredbama Zakona

8. upravljati UCITS fondom u skladu s ograničenjima ulaganja i propisanom rizičnošću svakoga pojedinog UCITS fonda kojim upravlja,

9. izdavati depozitaru naloge za ostvarivanje prava povezanih s imovinom UCITS fonda,

10. pridržavati se i drugih zahtjeva predviđenih ZOIFJP-om, te propisima donesenih na temelju ZOIFJP-a.

Prema članku 107., Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom društvo za upravljanje UCITS fondovima ne smije:

1. obavljati djelatnosti posredovanja u kupnji i prodaji financijskih instrumenata,

2. stjecati ili otuđivati imovinu UCITS fonda kojim upravlja za svoj račun ili račun relevantnih osoba,

3. kupovati sredstvima UCITS fonda imovinu ili sklapati poslove koji nisu predviđeni njegovim prospektom,

4. obavljati transakcije kojima krši odredbe ZOIFJP-a, propisa donesenih na temelju ZOIFJP-a, i prospekta UCITS fonda, uključujući odredbe o ograničenjima ulaganja u UCITS fondove kojima upravlja,

5. nenaplatno otuđivati imovinu UCITS fonda,

6. stjecati ili otuđivati imovinu UCITS fondova kojima upravlja po cijeni nepovoljnijoj od tržišne cijene ili procijenjene vrijednosti predmetne imovine,

7. neposredno ili posredno, istovremeno ili s odgodom, dogovarati prodaju, kupnju ili prijenos imovine između dva UCITS fonda kojima upravlja isto društvo za upravljanje ili između UCITS fonda i alternativnog investicijskog fonda ili individualnog portfelja ako društvo za upravljanje njima upravlja, pod uvjetima različitim od tržišnih uvjeta ili uvjetima koji jedan UCITS fond, alternativni investicijski fond ili individualni portfelj, stavljaju u povoljniji položaj u odnosu na drugi,

8. preuzimati obveze u vezi s imovinom koja u trenutku preuzimanja tih obveza nije vlasništvo UCITS fonda, uz iznimku transakcija financijskim instrumentima obavljenih na uređenom tržištu ili drugom tržištu čija pravila omogućavaju isporuku financijskih instrumenata uz istodobno plaćanje,

9. za svoj račun stjecati ili otuđivati udjele u UCITS fondu kojim upravlja,

10. izdavati druge financijske instrumente UCITS fondova osim njihovih udjela,

11. ulagati imovinu UCITS fonda u financijske instrumente kojih je ono izdavatelj,

12. isplaćivati dividendu i bonuse radnicima i upravi ako ne ispunjava kapitalne zahtjeve,

13. provoditi prodaje bez pokrića prenosivih vrijednosnih papira, instrumenata tržišta novca ili drugih financijskih instrumenata.

Za svaki fond kojim upravlja društvo je potrebno usvojiti prospekt UCITS fonda, u kojemu se navode pravila UCITS fonda, ključni podaci za ulagače, podaci o upravi društva, o depozitnoj banci, o revizorskom društvu i dr. Prospekt mora biti objavljen i dostupan javnosti, a to je moguće učiniti objavom u električnom obliku na internetskim stranicama društva za upravljanje, objavom u jednim ili više dnevnih novina, te u tiskanom obliku, besplatno stavljen javnosti na raspolaganje u službenim prostorijama društva za upravljanje i svim poslovnica prodajnih zastupnika društva za upravljanje. Prije objave, prospekt treba biti odobren od strane Agencije koja

propisuje i daje upute za izradu prospekta<sup>53</sup>. Društvo za upravljanje dužno je prema ZOIFJP-u za svaki UCITS fond kojim upravlja utvrditi neto vrijednost njegove imovine te cijenu udjela, a kontrolu ispravnosti izračuna provodi depozitna banka. Neto vrijednost imovine računa se kao ukupna vrijednost imovine umanjena za obveze fonda<sup>54</sup>. Cijena udjela u fondu izračunava se svaki dan i to kao neto vrijednost imovine UCITS fonda podijeljena brojem izdanih udjela<sup>55</sup>. Prilikom izdavanja ili otkupa udjela UCITS fonda ulagaču se može naplatiti ulazna i izlazna naknada, sve ovisi o tome kako je propisano u prospektu. Ukoliko postoji, ulazna naknada ovisi od iznosu ulaganja, a izlazna naknada je u zavisnosti s vremenom trajanja ulaganja.

Društvo za upravljanje je u sustavu upravljanja rizicima dužno uspostaviti, provoditi te redovito ažurirati, procjenjivati i nadzirati primjerene politike i postupke, čiji je cilj otkrivanje svakog rizika neusklađenosti s relevantnim propisima, kao i povezanih rizika te uspostaviti primjerene mjere i postupke u cilju smanjivanja takvih rizika.<sup>56</sup> Kada je to prikladno i primjereno vrsti, opsegu i složenosti poslovanja, društvo za upravljanje dužno je ustrojiti internu reviziju koja neovisno i objektivno procjenjuje sustav unutarnjih kontrola, daje neovisno i objektivno stručno mišljenje i savjete za unapređenje poslovanja s ciljem poboljšanja poslovanja društva za upravljanje, uvodeći sustavan, discipliniran pristup procjenjivanju i poboljšanju djelotvornosti društva za upravljanje osim upravljanja rizicima, kontrole i korporativnog upravljanja.<sup>57</sup> U skladu s vrstom, opsegom i složenosti svog poslovanja, društvo je dužno uspostaviti sveobuhvatan i učinkovit sustav upravljanja rizicima, koji mora uključivati strategije, politike, postupke i mjere upravljanja rizicima, tehnike mjerenja rizika te podjelu odgovornosti u vezi s upravljanjem rizicima, te je za sve navedeno potrebno nadzirati, ocjenjivati, preispitivati i ažurirati primjerenost, sveobuhvatnost i učinkovitost u svrhu otklanjanja mogućih nedostataka u strategijama, politikama i postupcima upravljanja rizicima, uključujući i propuste relevantnih osoba. Na zahtjev Agencije društvo je dužno bez odgode dostaviti uspostavljenu strategiju i politike upravljanja rizicima, te ju isto tako dužno obavještavati o svim značajnim promjenama. Društvo u procesu upravljanja rizicima

---

<sup>53</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 185-191.

<sup>54</sup> HANFA, Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu, članak 2. [http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015\\_09\\_101\\_1965.html](http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_09_101_1965.html), (preuzeto 26. kolovoza 2015.)

<sup>55</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 173.

<sup>56</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 52.

<sup>57</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 55.

mora odrediti sklonost prema riziku i profil rizičnosti društva za upravljanje i UCITS fondova kojima upravlja<sup>58</sup>. Agenciju je također potrebno redovito obavještavati o vrstama izvedenih financijskih instrumenata, rizicima temeljne imovine, kvantitativnim ograničenjima ulaganja i odabranim metodama za procjenu rizika povezanih s transakcijama s izvedenim financijskim instrumentima za svaki UCITS fond kojim upravlja, a HANFA te podatke dostavlja ESMA-i<sup>59</sup> i ESRB-u<sup>60</sup> na njihov zahtjev<sup>61</sup>.

Sustave za upravljanje rizicima potrebno je revidirati najmanje jednom godišnje i prilagoditi ih kada je to potrebno. Godišnje financijske izvještaje društava za upravljanje mora revidirati revizor prema propisima kojima se uređuje računovodstvo i revizija te pravilima revizorske struke, a društvo je primorano u roku od 15 dana od datuma izdavanja revizorskog izvješća, iste dostaviti Agenciji. Isto revizorsko društvo ne smije provoditi više od sedam uzastopnih godišnjih financijskih izvještaja istog društva za upravljanje, a Agencija u slučaju uočavanja nepravilnosti može odbiti revizorsko izvješće i zahtijevati da reviziju obave ovlašteni revizori drugog revizorskog društva<sup>62</sup>.

S obzirom na sve navedeno može se zaključiti da je poslovanje društava za upravljanje UCITS fondovima strogo regulirano područje, i kao takvo ulagačima jamči određenu sigurnost i daje garanciju za njihove uloge.

---

<sup>58</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 56.

<sup>59</sup> ESMA (European Securities and Markets Authority) - Europska agencija za vrijednosne papire i tržište kapitala je decentralizirano tijelo koje je započela s radom 1. siječnja 2011. na temelju Uredbe (EU) br.1095/2010 Europskoga parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. godine o uspostavljanju europskih nadzornih tijela EU-a koje djeluje u mreži Europskoga sustava financijskoga nadzora s ciljem zaštite javnoga interesa i pridonošenja stabilnosti i učinkovitosti financijskoga sustava Unije u području vrijednosnih papira, uključujući i pitanja revizije, financijskoga izvješćivanja, ponuda za preuzimanje, tržišta derivata, kliringa i namire. <https://www.esma.europa.eu/page/esma-short>, (pristupljeno 28. kolovoza 2015.)

<sup>60</sup> ESRB (European System Risk Board) – Europski odbor za sistemske rizike osnovan je 16. prosinca 2010. godine kao odgovor na financijsku krizu. Zadužen je za nadzor financijskog sustava unutar Unije, kako bi se doprinijelo prevenciji ili ublažavanju sustavnih rizika za financijsku stabilnost u Uniji. <http://www.esrb.europa.eu/about/tasks/html/index.en.html>, (pristupljeno 28. kolovoza 2015.)

<sup>61</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 253.

<sup>62</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 68.

### 3.3. Depozitna banka otvorenog investicijskog fonda

Svaki fond koji posluje u Republici Hrvatskoj mora imati svog depozitara, tj. depozitnu banku koja se brine o cjelokupnoj imovini investicijskog fonda. Prema članku 213. ZOIFJP-a depozitar može biti kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, kojoj je Hrvatska narodna banka dala odobrenje za rad, te podružnica kreditne institucije države članice EU, osnovana u Republici Hrvatskoj, koja ima odobrenje Hrvatske narodne banke ili odobrenje nadležnog tijela te države članice<sup>63</sup>. Depozitna banka je zapravo banka kojoj je zadatak skrbiti nad imovinom investicijskog fonda, voditi poseban račun za investicijski fond preko kojega se obavljaju transakcije, te voditi brigu o tome da imovina investicijskog fonda bude odijeljena od imovine društva za upravljanje i njezine vlastite imovine<sup>64</sup>. Imovina investicijskog fonda ne smije biti korištena, bilo neposredno ili posredno, za obavljanje transakcija za račun depozitne banke, odnosno za ostvarivanje koristi za samu depozitnu banku ili njezine radnike, ili u koju drugu svrhu, osim u korist dioničara ili imatelja udjela investicijskog fonda. Sredstva na skrbničkom računu u depozitnoj banci ne ulaze u imovinu depozitne banke niti likvidacijsku ili stečajnu masu tako da su potpuno zaštićena čak i u slučaju da banka propadne, što je posebno važno s aspekta zaštite imovine ulagača<sup>65</sup>.

Svaki UCITS fond smije imati samo jednog depozitara, s time da ni jedan subjekt istovremeno ne može biti društvo za upravljanje i depozitar. Društvo i depozitna banka moraju u izvršavanju svojih obveza djelovati neovisno i isključivo u interesu vlasnika udjela<sup>66</sup>. Depozitna banka ovlaštena je nadzirati pravne radnje društva za upravljanje kod prodaje, izdavanja i otkupa udjela u investicijskim fondovima i izračuna neto vrijednosti pojedine dionice ili udjela. Pritom depozitna banka ima obvezu čuvati kao poslovnu tajnu podatke o imateljima udjela, njihovim udjelima, odnosno dioničarima, kao i uplatama i isplatama, a koje je doznala pri

---

<sup>63</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 216.

<sup>64</sup> Jurić, D., Položaj depozitne banke u odnosu na društvo za upravljanje i investicijski fond, Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci, pregledni znanstveni članak, 2008., str. 1009., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=63810](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=63810), (pristupljeno 28. kolovoza 2015.)

<sup>65</sup> ibidem, str. 1017.

<sup>66</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 229.

obavljanju svojih funkcija<sup>67</sup>. Kontrolira da se imovina UCITS fonda ulaže u skladu s ciljevima i odredbama prospekta UCITS fonda, propisima ZOIFJP-a i drugih važećih propisa. Izvršavanje naloga društva za upravljanje u vezi sa transakcijama također je u ovlasti depozitne banke, kao i naplata prihoda u korist fonda i nadziranje zakonitosti upotrebe prihoda investicijskog fonda. Svako ozbiljnije i teže kršenje zakona i podzakonskih propisa od strane društva za upravljanje, depozitna banka dužna je prijaviti HANFA-i<sup>68</sup>. Depozitna banka dužna je HANFA-i, revizorima i drugim osobama ovlaštenim za obavljanje uvida omogućiti pristup i razmjenu informacija o podacima i računima vezanim uz UCITS fond i njegovu imovinu<sup>69</sup>. Za svoje usluge depozitna banka prima naknadu od fonda, a iznos u postotku definira se dogovorom društva i depozitne banke. Nadzor nad radom depozitne banke također je u funkciji HANFE. Prema članku 237. ZOIFJP-a, HANFA može u bilo koje doba društvu za upravljanje naložiti promjenu depozitara, odnosno depozitne banke, a osobito:

1. ako je odobrenje izdano na temelju neistinitih, netočnih podataka ili podataka koji dovode u zabludu, odnosno na koji drugi nepopisan način
2. ako depozitar prestane ispunjavati uvjete pod kojima je odobrenje izdano,
3. ako depozitar ne ispunjava svoje dužnosti u skladu s preuzetim obvezama ili odredbama, osobito u odnosu na delegirane poslove,
4. ako postoje okolnosti koje dovode u sumnju sposobnost depozitara za uredno, pravovremeno i kvalitetno ispunjenje dužnosti,
5. ako depozitar sustavno i/ili teško krši odredbe ZOIFJP-a ili prospekta UCITS fonda
6. kada postoji opravdana sumnja da društvo za upravljanje i depozitar djeluju u dosluhu na štetu interesa ulagatelja u UCITS fond.

Ako ne obavlja ili nepravilno obavlja poslove predviđene ugovorom, te uslijed toga nastane šteta, depozitna banka odgovara za nastalu štetu društvu za upravljanje te ulagačima. Odgovorna je za gubitak imovine UCITS fonda ukoliko je on nastao kao posljedica propusta depozitne banke. Depozitna banka nije odgovorna

---

<sup>67</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 231.

<sup>68</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 219.

<sup>69</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 228.



jedino za štetu nastalu utjecajem više sile<sup>70</sup>. Ukoliko dođe do raskida ugovora o poslovima depozitne banke, ona je obvezna svu imovinu investicijskih fondova koju ima u pohrani prenijeti na pohranu novoj depozitnoj banci s kojom je društvo sklopilo ugovor o poslovima depozitne banke. Pritom je dužna predati i sve knjige računa, evidenciju i sve druge dokumente i materijale bitne za poslovanje fondova, bilo u pisanom ili elektroničkom obliku<sup>71</sup>.

### 3.4. Vrste otvorenih investicijskih fondova

Jasnijim razgraničavanjem kategorije otvorenih investicijskih fondova od ostalih oblika fondova, uvođenjem novog zakona, u Hrvatskoj se otvoreni investicijski fondovi pojavljuju samo kao otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom, dok je prethodna podjela dijelila otvorene investicijske fondove na one s javnom i privatnom ponudom. Nakon uvođenja novog Zakona i prilagodbe upravljanja otvorenih investicijskih fondova direktivama EU, otvoreni fondovi u Hrvatskoj dobivaju naziv UCITS fondovi. Prema načinu kreiranja portfelja fonda UCITS fondove dijelimo na novčane, obvezničke, dioničke, mješovite i ostale.

Pod kategoriju ostalih spadaju fondovi s posebnim strategijama investiranja, pa je tako HANFA u 2014. godini izdala odobrenje za rad UCITS fondovima sa zaštićenom glavnicom, UCITS fondovima s definiranim vremenskim dospijanjem te jednom krovnom<sup>72</sup> UCITS fondu, koji izdaje klase udjela svojih podfondova<sup>73</sup>. Zavisno o vrsti fonda razlikuje se struktura ulaganja, a samim time i očekivani prinosi. Glavnu ulogu kod investicijske strukture ima omjer između dionica, koje su dugoročno

<sup>70</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 226.

<sup>71</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16, članak 234.

<sup>72</sup> Društvo InterCapital Asset Management je dana 12. prosinca 2014. godine dobilo odobrenje za osnivanje i rad InterCapital Asset Management UCITS krovnog otvorenog investicijskog fonda s javnom ponudom, koji se sastoji od postojećih otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom Capital One i Capital Two kao pod-fondova. Krovni fond nije pravna osoba, već UCITS fond koji se sastoji od dva ili više pod-fondova, pri čemu se svaki pod-fond istog krovnog fonda razlikuje po jednoj ili više posebnosti od drugih pod-fondova tog krovnog fonda. Također, svaki od pod-fondova unutar krovnog fonda smatra se posebnim fondom u smislu odredbi Zakona koje uređuju dozvoljena ulaganja, ograničenja ulaganja i prekoračenja ograničenja ulaganja navedenih pod-fondova. <http://www.icam.hr/vijesti/odobren-intercapital-asset-management-ucits-krovni-fond.html>, (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

<sup>73</sup> HANFA, Godišnje izvješće za 2014. godinu, str. 49, <http://www.hanfa.hr/getfile/42617/Hanfa%20GI%2014.pdf>, (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

najprofitabilnije i obveznica koje pružaju sigurnost portfelju, ali samim time omogućuju i manji prinos. Prinos, kao najinteresantnija stavka svakog ulagača, u proporcionalnoj je zavisnosti sa rizikom ulaganja. Što je rizik ulaganja veći to je veći i očekivani prinos i obrnuto. Prema toj činjenici kod dioničkog fonda potencijalno je moguć najviši očekivani prinos, dok novčani fond nudi potencijalno najniži mogući prinos uz najkonzervativniji način ulaganja, odnosno uz preuzimanje najmanje rizika. S obzirom na karakteristike, svaka vrsta fonda namijenjena je različitim potencijalnim ulagačima, a odabir idealnog fonda od strane ulagača ovisi o njegovim ambicijama, sklonosti riziku, o potrebi za uloženim sredstvima u bližoj ili daljnjoj budućnosti i dr. Na sljedećoj tablici prikazana je podjela UCITS fondova, te njima pridružene osnovne karakteristike.

*Tablica 1. Podjela i osnovne karakteristike UCITS fondova u Republici Hrvatskoj*

| <b>Investicijski fond</b>            | <b>Dionički</b>  | <b>Mješoviti</b>  | <b>Obveznički</b>   | <b>Novčani</b>   |
|--------------------------------------|--|---|---|--|
| <b>Rizik</b>                         | Visok  | Umjeren   | Nizak   | Jako nizak   |
| <b>Struktura</b>                     | Minimalno 70% u dionice  | Minimalno 60% u jednu klasu imovine (dionice, obveznice)  | Minimalno 70 % u obveznice, komercijalne i trezorske zapise             | Minimalno 75% u instrumente sa dospjećem do 1 godine, maksimalno 50% u korporativne vrijednosne papire |
| <b>Očekivani prinos</b>              | 10% - 25%  | 7% - 10%  | 5% - 7%   | 3% - 4%  |
| <b>Preporučeno trajanje ulaganja</b> | Dugoročno  | Dulje od dvije godine   | Više od godinu dana   | Kratkoročno  |
| <b>Oscilacija cijene udjela</b>      | Umjerena – visoka  | Umjerena  | Niska   | Jako niska   |
| <b>Kome je fond namijenjen</b>       | Spremnima na investiranje na duže razdoblje s očekivanjima natprosječnih prihoda | Onima koji žele mogućnost većeg prinosa koji pružaju dionice uz stabilnost koju pružaju obveznice | Onima koji žele veći prinos od novčanog, a sredstva neće uskoro trebati | Onima koji žele stabilnost uloga i pristup uloženim sredstvima u skoroj budućnosti                     |

Izvor: Izrada temeljem podataka financijskog portala HRPORTFOLIO, <http://www.hrportfolio.hr/o-fondovima/investicijska-struktura>

### 3.4.1. Novčani fondovi

Novčani fondovi predstavljaju najsigurniji oblik ulaganja u otvorene investicijske fondove općenito, ali shodno time, očekivani prinosi su znatno manji od prinosa koji se mogu ostvariti ulaganjem u druge oblike otvorenih investicijskih fondova. Ključan faktor sigurnosti leži u strukturi ulaganja, pa tako novčani fondovi investiraju u depozite banaka, instrumente tržišta novca<sup>74</sup> i kratkoročne dužničke vrijednosne papire najkvalitetnijih izdavatelja<sup>75</sup>. Portfelj fonda karakterizira iznimno visoka diversifikacija, što smanjuje rizik pada vrijednosti investicije. Svaki novčani fond svoju strategiju i ograničenja vezana uz ulaganje definira i daje na uvid javnosti putem statuta i prospekta. S obzirom na strukturu ulaganja, rast vrijednosti imovine fonda je polagan, ali kontinuiran, a tržišne oscilacije gotovo da i ne postoje, što je garancija niskog stupnja rizika<sup>76</sup>. Prinos novčanih fondova prvenstveno ovisi o visini kamatnih stopa. Novčane fondove karakterizira visoka likvidnost uloga s obzirom da je novac klijentu stalno na raspolaganju, uz stalan, odnosno stabilan prinos, te novčani fond klijentima najviše može poslužiti kao način kratkoročnog plasmana viška novca<sup>77</sup>. Ulaganje u novčane fondove također može poslužiti kao uvertira u „ozbiljnije“ investiranje u fondove u smislu upoznavanja načina poslovanja i funkcioniranja fondova općenito. Prema navedenome novčani fondovi su prvenstveno namijenjeni svim fizičkim i pravnim osobama koje žele višak sredstava uložiti na kraći rok uz visoku sigurnost uloga, bez ulaznih i izlaznih naknada i prinose koji su primjereni vrlo niskoj rizičnosti fonda, odnosno konzervativnim ulagačima koji svoja sredstva ne želi izložiti fluktuacijama cijena rizičnijih financijskih instrumenata<sup>78</sup>.

---

<sup>74</sup> Instrumenti tržišta novca su sve vrste instrumenata kojima se uobičajeno trguje na tržištu novca, kao što su trezorski, blagajnički i komercijalni zapisi i certifikati o depozitu, osim instrumenata plaćanja. Preuzeto: Zakon o tržištu kapitala, pročišćeni tekst zakona NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, članak 3. Stavak 4. <http://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala>, (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

<sup>75</sup> Z. Lešić, M. Gregurek, *Financijske institucije i tržišta*, Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adam Krčelić“, Zaprrešić, 2014., str. 241.

<sup>76</sup> Erste Bank, Upute: Novčani fondovi, [https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/ProductTutorials/NovAeu8Dani\\_fondovi/index.phtml](https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/ProductTutorials/NovAeu8Dani_fondovi/index.phtml), (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

<sup>77</sup> ZB Invest, <http://www.zbi.hr/home/zbi/zbi-plus/hr/>, (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

<sup>78</sup> Obiteljske financije, <http://www.obiteljskefinancije.com/novcani-investicijski-fondovi>, (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

### 3.4.2. Obveznički fondovi

Kao što i samo ime govori, obveznički fondovi su fondovi koji sredstva prvenstveno ulažu u obveznice koje karakterizira visoki stupanj sigurnosti, odnosno nizak stupanj rizika. Kao i kod novčanih fondova, obvezničke karakterizira visoka likvidnost te iznimno velika diversifikacija portfelja fonda. Najbolji su za srednjoročna i dugoročna ulaganja u investicijskom razdoblju od najmanje 3 godine, ovisno o tome na što su usmjereni. Obveznički fondovi trebali bi biti zastupljeni u svakom investicijskom portfelju, s udjelom koji odgovara percepciji tržišnih rizika. Ovisno o raznolikosti obvezničkih instrumenata, fondovi se mogu usredotočiti na državne obveznice, korporativne obveznice ili na obveznice s visokim prinosom (špekulativne), te na obveznice izdane od strane razvijenih zemalja, zemalja u razvoju ili na kombinaciju istih, ovisno o investicijskoj strategiji fonda. S obzirom da fondovi mogu ulagati u obveznice denominirane u inozemnim valutama, većinom su osigurani od tečajnih rizika, odnosno zaštićeni od deprecijacije tečaja kune. Nakon odabira vrste obveznica, portfelj fonda se upotpunjuje s instrumentima novčanog tržišta. Što je fond konzervativniji to je veća zastupljenost obvezničkih instrumenata. Ulaganje u obvezničke fondove također je namijenjeno konzervativnijim investitorima, ali ipak nešto ambicioznijima u odnosu na one koji ulažu u novčane fondove, koji žele sigurnost ulaganja na duži rok<sup>79</sup>.

### 3.4.3. Dionički fondovi

Dionički fondovi predstavljaju najrizičniji oblik ulaganja u otvorene investicijske fondove s obzirom da se najmanje 66% imovine ulaže u dionice i dioničke instrumente. Ostatak portfelja fonda upotpunjuje se instrumentima tržišta novca te obvezničkim instrumentima. Dioničke, kao i ostale otvorene investicijske fondove, karakterizira visoka likvidnost kao i velika diversifikacija portfelja fonda, a sigurnost ulaganja se uvelike temelji i na sposobnosti fond menadžera. Kako se dionice smatraju investicijskim instrumentom s najvećim prinosom, isto tako vrijedi i za

---

<sup>79</sup> Erste Bank, Upute: Obveznički fondovi, [https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product\\_Tutorials/ObvezniAeu8Dki\\_fondovi/index.phtml](https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product_Tutorials/ObvezniAeu8Dki_fondovi/index.phtml), (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

dioničke fondove, no mogući visoki prinos izložen je visokom stupnju rizika. S obzirom na moguće visoke prinose, učestalije su, a ujedno i više ulazne i izlazne naknade u odnosu na ostale oblike otvorenih investicijskih fondova. Ulaganje u dioničke fondove i ostvarivanje zadovoljavajućih prinosa, uvelike ovisi i o trenutku i periodu ulaganja, pa je stoga preporučeno ulaganje na dulji period kako bi se smanjio rizik odabira lošeg trenutka ulaganja. Najbolji su za dugoročna ulaganja od 5 ili više godina te za ulagače koji mogu tolerirati velike promjene vrijednosti ulaganja<sup>80</sup>. Dioničke fondove možemo razvrstati na: fondove maksimalnog rasta ili agresivnog rasta, fondove ulaganja u male kompanije, fondove rasta, fondove rasta i dohotka, fondove dionica i dohotka, fondove dohotka, ujednačene ili hibridne fondove, fondove s posebnim rastom imovine, međunarodne fondove, fondove za ulaganje u plemenite metale, specijalne fondove, kao što su za zdravstvenu skrb, za prirodna i tehnološka istraživanja, indeksne fondove<sup>81</sup>. Ovisno o njihovoj usredotočenosti na razvijena gospodarstva ili ona u razvoju, mogu se podijeliti na različita područja, npr. ulaganje na području Europe, Azije ili na određene države, npr. SAD-e, Japan, Njemačka te na pojedine gospodarske sektore kao što su tehnološki, farmaceutski, energetski i drugi<sup>82</sup>.

#### 3.4.4. Mješoviti fondovi

Po svojoj strukturi i karakteristikama mješoviti ili uravnoteženi fondovi predstavljaju kombinaciju obvezničkih i dioničkih fondova kako bi se iskoristila mogućnost ostvarivanja viših prinosa ulaganjem u dionice, i osigurala određena sigurnost ulaganjem u obveznice<sup>83</sup>. Prema tome mješoviti fondovi interesantni su investitorima kojima je veći prinos jednako bitan kao i sigurnost ulaganja. Srednjoročna i dugoročna ulaganja u trajanju od najmanje 3 godine smatraju se idealnim za ovu vrstu fondova, te se može očekivati srednji prinos, koji se obično

---

<sup>80</sup> Erste Bank, Upute: Dionički fondovi, [https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product\\_Tutorials/DioniAeu8Dki\\_fondovi/index.phtml](https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product_Tutorials/DioniAeu8Dki_fondovi/index.phtml), (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

<sup>81</sup> D. Korinčić, *Fondovska industrija u Republici Hrvatskoj*, 2013., analiza za Financijski klub, str. 22. [http://finance.hr/media/si/istrazivanje/2013-12-16-Fondovska\\_industrija\\_RH.pdf](http://finance.hr/media/si/istrazivanje/2013-12-16-Fondovska_industrija_RH.pdf), (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

<sup>82</sup> Erste Bank, Upute: Dionički fondovi, [https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product\\_Tutorials/DioniAeu8Dki\\_fondovi/index.phtml](https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/Product_Tutorials/DioniAeu8Dki_fondovi/index.phtml), (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

<sup>83</sup> ZB Invest, <http://www.zbi.hr/home/zbi/osnovne-vrste-investicijskih-fondova/hr/>, (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

kreće između stabilnih i relativno niskih prinosa obvezničkog djela portfelja, te potencijalno visokih prinosa dioničkog djela portfelja. Pritom obveznice u portfelju služe kao odrađeni stabilizatori, jer donose zajamčeni prihod od kamate i nisu toliko podložne cjenovnim kolebanjima kao dionice. Mješoviti fondovi nastoje što je više moguće povećati vrijednost novca ulažući u mješovit portfelj sačinjen od pojedinih kategorija imovine: instrumenata novčanog tržišta, obveznica i dionica. Dionički dio koristi se za znatno povećanje vrijednosti ulaganja iznad one razine koje se može ostvariti obveznicama i instrumentima tržišta novca, dok obveznice i instrumenti tržišta novca koriste za ublažavanje rizika dioničkih tržišta u trenucima kada je njihov razvoj nepovoljan, te za stabiliziranje prinosa fonda<sup>84</sup>.

## **4. ANALIZA POSLOVANJA OTVORENIH INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

Analiza poslovanja otvorenih investicijskih fondova nastojat će se prikazati određenim pokazateljima, kao što su kretanje broja i neto imovine otvorenih investicijskih fondova, analizom strukture otvorenih investicijskih fondova općenito i pojedinačno za svaki oblik otvorenog investicijskog fonda na konkretnom primjeru, te analizom prinosa i njihovom usporedbom s alternativnim oblicima ulaganja.

### **4.1. Obilježja tržišta otvorenih investicijskih fondova**

Industrija investicijskih fondova je na hrvatskom tržištu zaživjela u kasnim 90-tim godinama prošlog stoljeća osnivanjem privatizacijskih investicijskih fondova, koji su bili popraćeni mnogim problemima i aferama u procesu kuponske privatizacije, zbog čega su ih građani doživljavali kao neučinkovite i nepoželjne institucije, što je imalo utjecaj na spori razvoj fondova u početnim godinama poslovanja. Nakon završetka procesa transformacije privatizacijskih fondova u holding kompanije,

---

<sup>84</sup> Erste Bank, Upute: Mješoviti fondovi, [https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/ProductTutorials/MjeuC5uA1oviti\\_fondovi/index.phtml](https://hr.products.erstegroup.com/Retail/hr/Know-How/ProductTutorials/MjeuC5uA1oviti_fondovi/index.phtml), (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

odnosno zatvorene investicijske fondove, kao i razvoj jačeg regulatornog režima i institucionalne infrastrukture fondova u većini tranzicijskih zemalja, došlo je do ubrzanog rasta industrije investicijskih fondova, što se očitovalo i na tržištu investicijskih fondova u Hrvatskoj<sup>85</sup>. Dosadašnji razvoj tržišta otvorenih investicijskih fondova možemo podijeliti u tri glavne faze: razdoblje kontinuiranog rasta (1999. – 2005.), razdoblje euforije i krize (2006. – 2008.) i razdoblje stabilizacije nakon krize pa sve do danas<sup>86</sup>. Investicijski fondovi u Hrvatskoj su početkom novog tisućljeća zabilježili visoke stope rasta, a 2002. godina pamti se kao godina fondovskog rasta. Trend rasta broja fondova kao i njihove imovine trajao je sve do 2008. godine i početka gospodarske krize, nakon čega tržište investicijskih fondova doživljava najteže dvije godine od osnutka. Značajnim padom cijena i odljevom ulagača umanjila se vrijednost imovine pod upravljanjem posebice kod dioničkih fondova. Nesigurnost koju je unijela kriza negativno je utjecala na povjerenje ulagača, pa su uplate u fondove od strane ulagača fizičkih osoba gotovo presušile, dok su institucionalni investitori u tome prepoznali priliku te iskoristili povoljan period za ulaganje. Nakon laganog oporavka od gospodarske krize dogodio se korijeniti zaokret u tržišnom udjelu pojedinih vrsta fondova, te nakon razdoblja dominacije rizičnih fondova slijedi period dominacije niskorizičnog segmenta otvorenih investicijskih fondova. Uslijed financijske krize veliki broj otvorenih investicijskih fondova, a posebice dioničkih, teško su održavali zakonski propisanu minimalnu razinu imovine, te je za hrvatsko tržište fondova bio i još uvijek je važan proces konsolidacije u spajanjima i preuzimanjima<sup>87</sup>.

Promatrajući situaciju u zemljama regije te u zemljama članicama EU, može se predvidjeti da će fondovska industrija u Hrvatskoj vjerojatno konvergirati prema razini dostignutoj u EU. Stručnjaci navode kako je pred fondovskom industrijom dug put rasta i razvoja, koji će nedvojbeno biti usporen povremenim krizama, ali je vrlo vjerojatno da će za 10 godina na hrvatskom tržištu biti više specijaliziranih fondova te da će imovina pod upravljanjem biti bitno veća nego što je danas. Opet, s druge

---

<sup>85</sup> Jurić, D., *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, pregledni znanstveni članak, 2005., str. 386., [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=848](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=848), (pristupljeno 2. Rujna 2015.)

<sup>86</sup> HANFA, Kvartalni bilten I/2011., str. 6., <http://www.hanfa.hr/getfile/39353/HANFA%202011-1%20kvartal%20Broj12.pdf>, (pristupljeno 2. rujna 2015.)

<sup>87</sup> K. Marina, *Domaće tržište očekuje daljnja racionalizacija i konsolidacija poslovanja*, Poslovni savjetnik, rujan 2011., str. 56.-57., <http://www.proago.hr/main/wp-content/uploads/56-58-M-Kilic1.pdf>, (pristupljeno 2. rujna 2015.)

strane postoje i određene bojazni vezane uz usklađivanje novog zakona o otvorenim investicijskim fondovima s direktivama EU<sup>88</sup>. Mnogi domaći fond menadžeri strahuju i pribojavaju se da bi im novi zakon dugoročno gledano mogao jako puno naštetiti i u konačnici dovesti do gašenja fondovske industrije u Hrvatskoj. Naime, direktivama i zakonima omogućeno je osnivanje takozvanog Master fonda u Europi, a fondovi u regiji postali bi podružnice, što bi u konačnici značilo da sav novac koji se uplaćuje u Hrvatskoj, odlazi u Europu gdje se dalje njime upravlja i ulaže u druge zemlje. Nadalje, novim zakonom društva iz zemalja članica EU mogu obavljati djelatnosti u Hrvatskoj i obrnuto, što znači da bi na hrvatsko tržište uskoro mogli dolaziti novi veliki strani fondovi koji bi male domaće fondove gurnuli u stečaj ili tražili da im se mali domaći fondovi pripoje s obzirom da je njihova imovina neusporedivo veća od imovine fondova u Hrvatskoj. U takvom slučaju će se broj investicijskih fondova u Hrvatskoj, zbog ulaska jake konkurencije, te pripajanja većim stranim fondovima smanjivati svake godine<sup>89</sup>.

## **4.2. Pokazatelji poslovanja otvorenih investicijskih fondova**

Poslovanje otvorenih investicijskih fondova moguće je prikazati i analizirati putem raznih pokazatelja, dok će se to ovdje nastojati učiniti prikazom i analizom kretanja broja i neto imovine otvorenih investicijskih fondova, strukturom ulaganja te analizom prinosa.

### *4.2.1. Broj otvorenih investicijskih fondova*

Prvi otvoreni investicijski fond s javnom ponudom u Republici Hrvatskoj bio je KD Victoria koji je započeo s radom 11.05.1999. godine, a osnovan je od strane

---

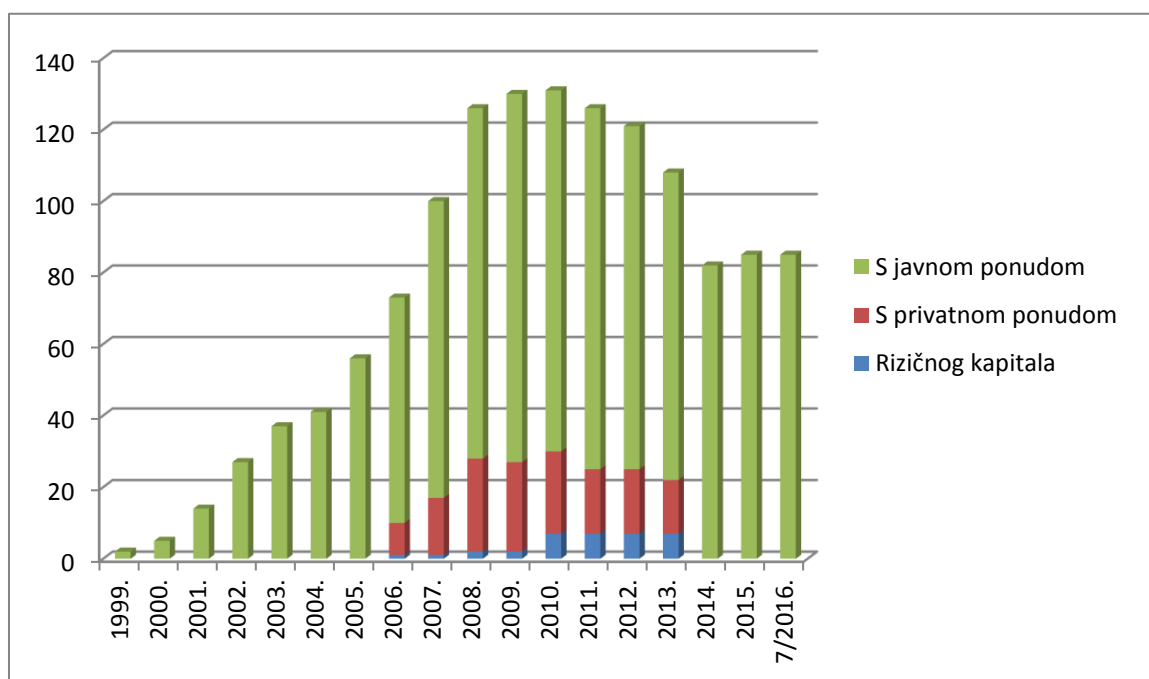
<sup>88</sup> ibidem, str. 57.

<sup>89</sup> Bašić, T., *Stiže inozemna konkurencija, tko će od domaćih preživjeti?*, Poslovni dnevnik, kolovoz 2012., <http://www.poslovni.hr/burze/stize-inozemna-konkurencija-tko-ce-od-domacih-prezivjeti-212555>, (pristupljeno 2. rujna 2015.)



tadašnjeg Fondinvest d.o.o. društva za upravljanje investicijskim fondovima<sup>90</sup>. Daljnje kretanje broja otvorenih investicijskih fondova prikazano je na grafikonu 1. Kao što je prethodno već spominjano otvoreni investicijski fondovi do 2013. godine dijelili su se na one s javnom i one s privatnom ponudom, te otvorene investicijske fondove rizičnog kapitala, no uvođenjem novog zakona otvoreni investicijski fondovi smatraju se samo oni s javnom ponudom pod nazivom UCITS fondovi. Na grafikonu 1. prikazan je broj otvorenih investicijskih fondova uključujući staru i novu podjelu otvorenih investicijskih fondova.

*Grafikon 1. Kretanje broja otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 1999. do 7 mjeseca 2016. godine*



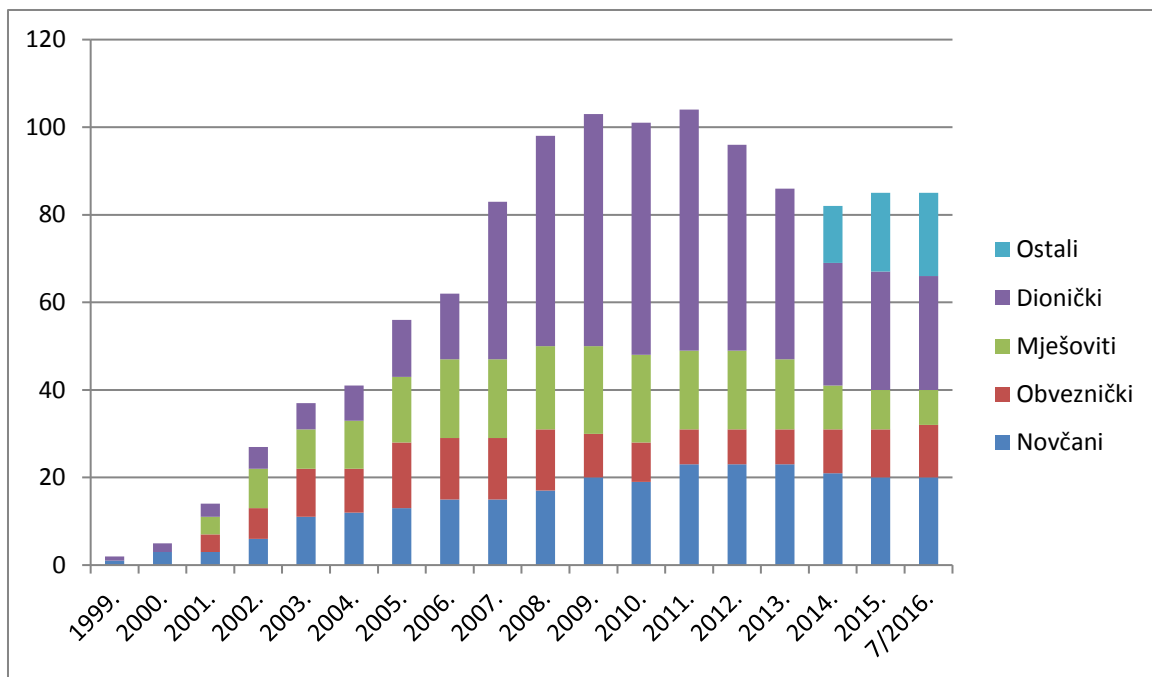
Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Kao što se može vidjeti do 2006. godine u Hrvatskoj su bili zastupljeni samo otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom, no uslijed promjena koje su bile donesene 2005. godine Zakonom o investicijskim fondovima (NN, 150/05), poslovanjem je započelo i prvih devet otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom, te jedan otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom. Kod otvorenog investicijskog fonda s privatnom ponudom riječ je o posebnoj vrsti

<sup>90</sup> KD Locusta Fondovi, d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima, <http://www.kd-group.hr/index/hr-18.html>, (pristupljeno 5. studenog 2015.)

fonda koji smije biti nuđen privatnom ponudom isključivo osobama kojima se osnovom ispunjenja uvjeta utvrđenim zakonom priznaje status kvalificiranog ulagatelja.<sup>91</sup> Otvoreni investicijski fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom je fond čija imovina mora iznositi najmanje 75 mil. kn od upisa do isteka trajanja fonda, a broj ulagatelja ne smije biti veći od 20, te također u njih mogu ulagati samo kvalificirani ulagatelji.<sup>92</sup> Broj otvorenih investicijskih fondova se u razdoblju od osnutka prvog fonda pa sve do 2010. godine konstantno povećavao, nakon čega slijedi trend opadanja do 2014. godine, nakon čega nije bilo većih promjena. Kretanje broja pojedinih vrsta otvorenih investicijskih fondova prikazano je na sljedećim grafikonima.

*Grafikon 2. Broj otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom prema vrsti u razdoblju od 1999. do 7 mjeseca 2016. godine*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Prema podacima s grafikona 2. može se vidjeti otprilike jednak porast pojedine vrste otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom sve do 2006. godine, nakon čega slijedi nagli porast dioničkih fondova. Tijekom 2007. godine osnovana su 32 nova otvorena investicijska fonda od čega ih čak 28 otpada na dioničke fondove.

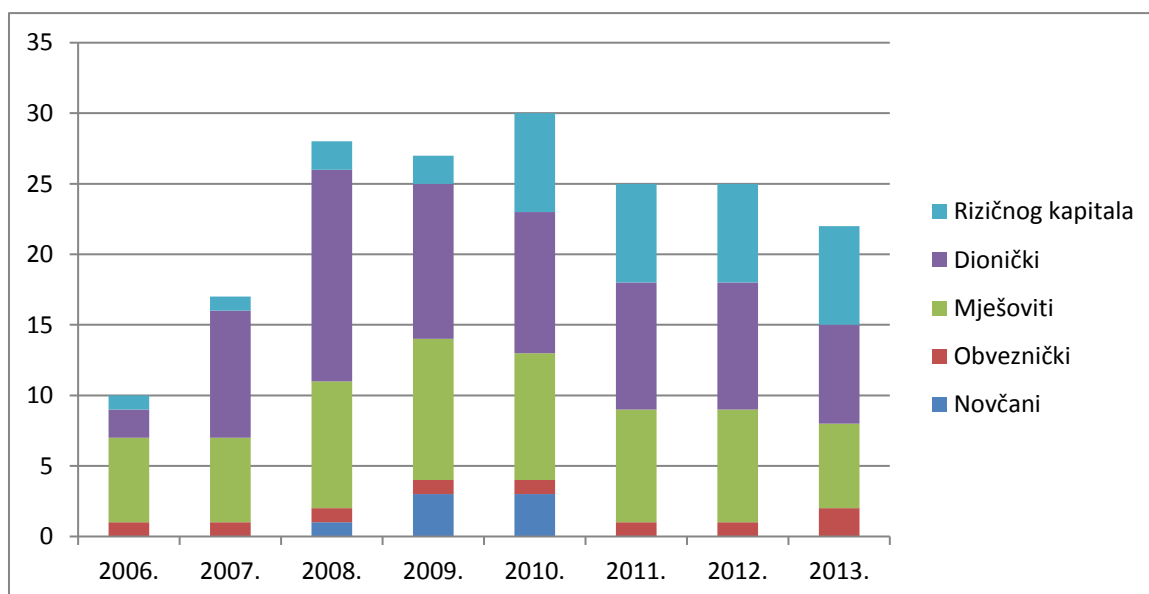
<sup>91</sup> HANFA, Godišnje izvješće 2006., Zagreb, 2007. str. 39., <http://www.hanfa.hr/getfile/39216/HANFA%20GOD.%20IZVJESCE%202006.%20web.pdf>, (pristupljeno 5. studenog 2015.)

<sup>92</sup> ibidem, str. 40.

Razlog takvog rasta broja dioničkih fondova u tom periodu, kako onih s javnom ponudom tako i onih sa privatnom, leži u enormnim prinosima koje su postojeći dionički fondovi počeli ostvarivati tokom 2006. godine. U 2008. godini osnovano je još 26 novih otvorenih investicijskih fondova od čega ih se također najviše odnosi na dioničke fondove. Trend rasta broja otvorenih investicijskih fondova nastavio se 2009. godine, uslijed osnivanja deset novih, međutim vidljivo je znatno smanjenje broja novoosnovanih fondova u odnosu na prethodno razdoblje, što se pripisuje padu tržišta u 2008. godini. U 2010. godini statistički nisu zabilježene velike promjene u broju otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, međutim uslijed likvidacija pojedinih i otvaranja novih došlo je do promjena zastupljenosti pojedinih vrsta. Pad broja otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom nakon 2011. godine nastao je zahvaljujući smanjenju broja dionički fondova. Posljednje tri godine nema većih promjena u ukupnom broju otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom kao ni u zastupljenosti pojedinih oblika.

Sljedeći grafikon prikazuje broj otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom koji se kao takva kategorija ukidaju zakonskim promjenama početkom 2014. godine.

*Grafikon 3. Broj otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom prema vrsti, te fondova rizičnog kapitala u razdoblju od 2006. do 2013. godine*



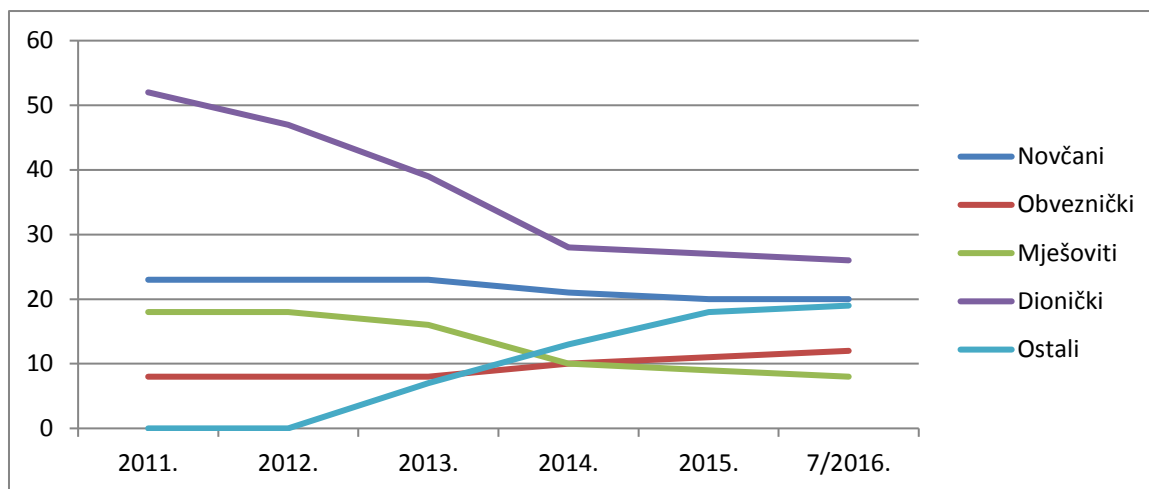
Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

U 2010. godini vidljiv je značajniji porast otvorenih investicijskih fondova rizičnog kapitala. Te godine bilo je 5 novoosnovanih otvorenih investicijskih fondova rizičnog kapitala, a poticaj za njihovo osnivanje u jednom dijelu dala je i Vlada Republike Hrvatske, koja je te godine raspisala javni poziv za sudjelovanje u osnivanju Fondova za gospodarsku suradnju, prema kojemu je putem kvalificiranog ulagatelja u fondove za gospodarsku suradnju, uvećavala veličinu svakog fonda za gospodarsku suradnju za iznos jednak izvršenim uplatama svih kvalificiranih privatnih ulagatelja, do trenutka dok se nije iskoristio iznos od milijardu kuna<sup>93</sup>. Te godine osim ovih 5, bilo je osnovano još 5 otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, a od ukupnog broja otvorenih investicijskih fondova, 7 ih je bilo neaktivno. U 2011. godini bilo je 7 novoosnovanih fondova i svi su bili u kategoriji otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, dok 9 fondova nije bilo aktivno, a 3 novčana fonda s privatnom ponudom prestala su sa poslovanjem. Te godine ujedno započinje negativan trend kretanja broja otvorenih investicijskih fondova koji traje sve do 2015. godine. Negativan trend rezultat je brojnih pripajanja i likvidacija, uslijed problema pada imovine fondova i povećanja troškova upravljanja, što je izazvala prethodno nastala gospodarska kriza. Kriza je najviše utjecala na dioničke fondove te je ukupan pad broja otvorenih investicijskih fondova rezultat pripajanja i likvidacija prvenstveno dioničkih fondova koji nisu mogli održavati zakonski propisanu minimalnu razinu imovine. Negativan trend opadanja broja dioničkih fondova u odnosu na ostale vrste prikazan je na grafikonu 4.

---

<sup>93</sup> HANFA, godišnje izvješće, 2010., str. 33-34., <http://www.hanfa.hr/getfile/39214/GI2010%20hr.pdf>, (pristupljeno 6. studenog 2015.)

Grafikon 4. Broj dioničkih fondova u odnosu na ostale vrste u razdoblju od 2011. do 2015. godine<sup>94</sup>



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Promjenama koje su nastupile 2013. godine, otvorene investicijske fondove nazivamo samo one s javnom ponudom, a novčanim, obvezničkim, mješovitim i dioničkim fondovima otvorenog tipa pridružena je kategorija ostalih fondova, te se svi zajedno vode kao UCITS fondovi. Nakon uvedenih promjena krajem 2014. godine bila su ukupno registrirana 82 UCITS fonda, a taj broj se prema zadnje dostupnim podacima povećao za 3 fonda, uslijed gašenja 2 dionička, dva mješovita fonda i jednog novčanog fonda, te osnivanjem 2 obveznička i 6 fondova koji spadaju u ostale UCITS fondove. Slijedeća tablica prikazuje broj UCITS fondova nakon uvedenih promjena.

<sup>94</sup> Na grafikonu su prikazani samo otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom, jer novom podjelom od 2013. godine otvoreni investicijski fondovi s privatnom ponudom se kao takvi ukidaju.

Tablica 2. Broj UCITS fondova nakon uvođenja Zakona o otvorenih investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN, br. 16/13)

| UCITS         | 2013.     | 2014.     | 2015.     | 7/2016.   |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Novčani       | 23        | 21        | 20        | 20        |
| Obveznički    | 8         | 10        | 11        | 12        |
| Mješoviti     | 13        | 10        | 9         | 8         |
| Dionički      | 35        | 28        | 27        | 26        |
| Ostali        | 7         | 13        | 18        | 19        |
| <b>UKUPNO</b> | <b>86</b> | <b>82</b> | <b>84</b> | <b>85</b> |

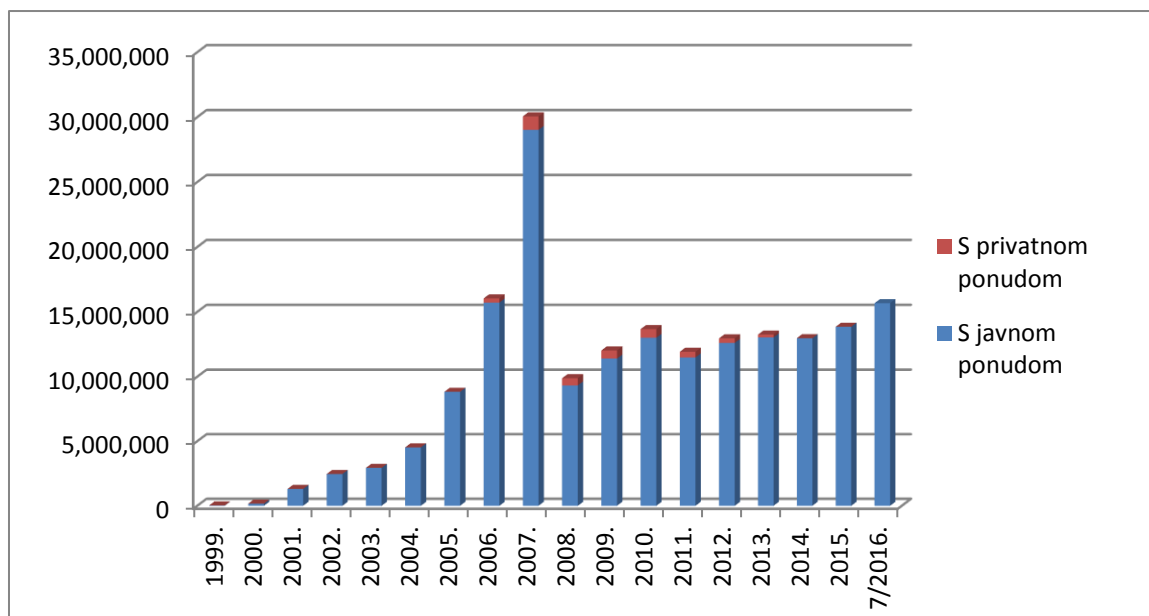
Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

S obzirom na mogući ulazak stranih velikih investicijskih fondova za očekivati je da će u narednim godinama broj domaćih UCITS fondova opadati, što uslijed međusobnog spajanja, pripajanja većim stranim fondovima ili likvidacije zbog nemogućnosti održavanja koraka s većim i jačim stranim fondovima.

#### 4.2.2. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova

Neto imovina otvorenih investicijskih fondova bilježila je uspone i padove tijekom godina poslovanja na financijskom tržištu Republike Hrvatske, a razlog navedene činjenice može se pripisati raznim utjecajnim čimbenicima. Percepcija potencijalnih investitora (fizičkih i pravnih osoba) i njihovo povjerenje u sustav poslovanja i funkcioniranja investicijskih fondova svakako je najveći i najutjecajniji čimbenik kretanja neto imovine otvorenih investicijskih fondova, a ono je usko vezano uz kretanje prinosa i sigurnost ulaganja, što je pak usko vezano uz kretanja na financijskim tržištima, kako u svijetu tako i u Hrvatskoj, uz strukturu ulaganja fondova, uz sposobnosti fond menadžera i uz mnoge druge čimbenike. Jedan od bitnih čimbenika rasta i pada neto imovine otvorenih investicijskih fondova svakako je i kretanje broja otvorenih investicijskih fondova. Na sljedećem grafikonu možemo vidjeti kretanje neto imovine otvorenih investicijskih fondova u periodu njihovog poslovanja na financijskom tržištu Republike Hrvatske.

Grafikon 5. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 1999. do 7 mjeseca 2016. godine

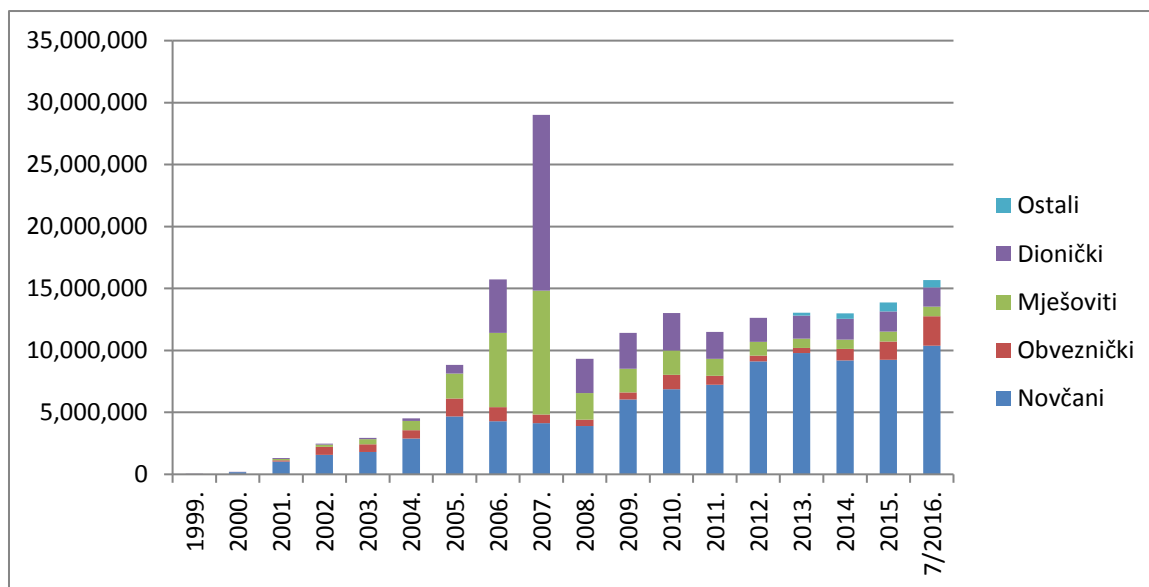


Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Razdoblje do 2005. godine može se smatrati periodom uhadavanja i upoznavanja potencijalnih investitora sa poslovanjem i funkcioniranje investicijskih fondova, posebice fizičkih osoba, jer do 2005. godine u investicijske fondove su najviše ulagale pravne osobe čiji su financijski stručnjaci prvi prepoznali prednosti takvoga ulaganja. Nakon tog razdoblja zabilježen je prvi povećan interes i od strane fizičkih osoba<sup>95</sup>. Na grafikonu možemo vidjeti konstantan porast neto imovine otvorenih investicijskih fondova sve do 2007. godine, koji je bio rezultat porasta broja investicijskih fondova te sve većeg interesa potencijalnih investitora. Ukupna imovina otvorenih investicijskih fondova je u 2006. godini narasla za 81,55% u odnosu na 2005. godinu, a 2007. taj postotak je u odnosu na 2006. godinu bio još veći i iznosio je 87,39%. U te dvije godine najveći pojedinačni rast neto imovine ostvarili su dionički i mješoviti investicijski fondovi, dok su obveznički i novčani zabilježili lagani pad. To razdoblje obilježili su iznimno visoki prinosi mješovitih a posebice dioničkih fondova, što je rezultiralo velikom pomamom investitora uslijed čega je došlo i do navedenog rasta neto imovine fondova. Na sljedećim grafikonima prikazana je neto imovina otvorenih investicijskih fondova s javnom i privatnom ponudom, prema vrstama.

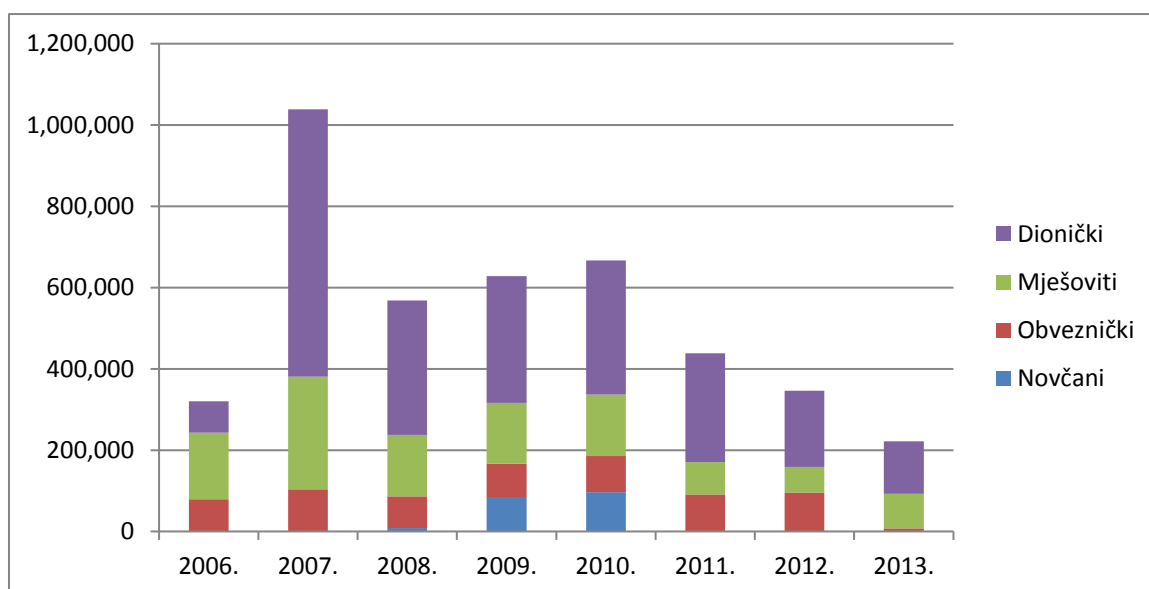
<sup>95</sup> HANFA, Godišnje izvješće za 2005. godinu, Zagreb, lipanj 2006., str. 15., <http://www.hanfa.hr/getfile/39212/GI-2005%20HANFA.pdf>, (pristupljeno 8. studenog 2015.)

Grafikon 6. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom prema vrstama u razdoblju od 1999. do 7 mjeseca 2016. godine



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Grafikon 7. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom, prema vrstama u razdoblju od 2006. do 2013. godine



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Poremećaj na svim velikim financijskim tržištima koji je uslijedio 2008. godine, odrazio se i na financijskom tržištu Republike Hrvatske te je došlo do velikog pada ukupne imovine otvorenih investicijskih fondova s 30.1 mlrd. kn u 2007. na 9.9 mlrd.



kn na kraju 2008. godine. Velike isplate i panični izlasci investitora iz fondova prisili su neke od otvorenih investicijskih fondova na rasprodaju velike količine dionica iz svog portfelja u jako kratkom roku, čime se dodatno pojačao negativan trend na tržištu kapitala i srušio cijene dionica do čak 70%. Samim time pale su se i visine udjela, odnosno ukupna imovina otvorenih investicijskih fondova. Najveći pad neto imovine zabilježili su upravo fondovi koji su prethodne dvije godine bilježili najveći rast, pa su tako mješoviti u javnoj ponudi zabilježili pad od 78,5%, a dionički čak 80,6%. Kod fondova u privatnoj ponudi postotak pada neto vrijednosti bio je nešto manji te je iznosio 45,6% za mješovite te 49,8% za dioničke. Posljedica navedenih padova vrijednosti neto imovine kod dioničkih i mješovitih fondova bila je svojevrsno prelijevanje imovine iz tih fondova u obvezničke i novčane koji su najduže zadržali pozitivne prinose. Takvom reakcijom investitori su nastojali izbjeći još veće gubitke, traženjem sigurnijeg prostora za ulaganje pa makar uz manje prinose. Detaljan prikaz iznosa i postotka promjene neto imovine pojedinačnih fondova u periodu velikih promjena u razdoblju od 2005. do 2008. godine prikazan je u sljedećoj tablici.

*Tablica 3. Iznos i postotna promjena neto imovine otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 2005. do 2008. godine. u mlrd. kn.*

| Godina                                 | 2005.     | 2006.      | Promjena<br>u % | 2007.      | Promjena<br>u % | 2008.     | Promjena<br>u % |
|--|-----------|------------|-----------------|------------|-----------------|-----------|-----------------|
| <b>OIF s<br/>javnom<br/>ponudom</b>    | 8.834.460 | 15.719.074 | 77,93           | 29.017.625 | 84,61           | 9.322.244 | -67,87          |
| <b>Novčani</b>                         | 4.660.176 | 4.274.744  | -8,27           | 4.140.206  | -3,14           | 3.907.382 | -5,62           |
| <b>Obveznički</b>                      | 1.451.489 | 1.138.589  | -21,56          | 674.073    | -40,80          | 510.977   | -24,19          |
| <b>Mješoviti</b>                       | 2.011.603 | 5.994.698  | 198,01          | 10.022.402 | 67,19           | 2.150.291 | -78,54          |
| <b>Dionički</b>                        | 711.193   | 4.311.043  | 506,17          | 14.180.944 | 228,95          | 2.753.595 | -80,58          |
| <b>OIF s<br/>privatnom<br/>ponudom</b> | 0         | 319.915    | -               | 1.038.621  | 224,66          | 567.986   | -45,31          |
| <b>UKUPNO</b>                          | 8.834.460 | 16.038.989 | 81,55           | 30.056.247 | 87,39           | 9.890.231 | -67,09          |

Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Nakon velikog pada financijskog tržišta 2008. godine, zabilježen je lagani rast u 2009. godini, što je rezultiralo i povećanjem imovine investicijskih fondova. Pritom su najveći rast ostvarili novčani fondovi (54,7%), što je razumljivo s obzirom na prelijevanje sredstava u vrijeme pada financijskog tržišta i ulaganja imovine u kratkoročne i sigurnije vrijednosne instrumente. Od tog trenutka započinje trend rasta neto imovine novčanih fondova koji traje sve do danas. U 2010. godini nastavio se oporavak i rast financijskog tržišta što je rezultiralo novim povećanjem neto imovine investicijskih fondova. Najveći postotni rast imali su obveznički fondovi s javnom ponudom u iznosu od 112.87%, dok je najveća apsolutna promjena zabilježena kod novčanih fondova. Novi pad financijskog tržišta koji je uslijedio 2011. godine rezultirao je novim padom ukupne imovine otvorenih investicijskih fondova, dok je pojedinačno gledano, lagani rast zabilježen samo kod novčanih fondova s javnom ponudom te obvezničkih fondova s privatnom ponudom, dakle kod niskorizičnih fondova. U sljedeće dvije godine zabilježen je rast ukupne imovine fondova, a sve zahvaljujući kontinuiranom rastu neto imovine novčanih fondova, koji porastom imovine zauzimaju sve veći udio u ukupnoj imovini otvorenih investicijskih fondova, što možemo vidjeti na grafikonu br 7. Uz novčane fondove je u 2012. godini, rast neto imovine zabilježen još samo kod obvezničkih fondova s privatnom ponudom, te fondova rizičnog kapitala što je rezultat realizacije ulaganja fondova za gospodarsku suradnju, dok u 2013. godini formiranjem UCITS fondova rast bilježe samo novčani fondovi. Na grafikonu se jasno vidi promjena trenda, uslijed promjene psihologije ulaganja investitora koji su zbog nepovoljnih situacija na financijskim tržištima vlastitu imovinu počeli plasirati u kratkoročne i manje rizične vrijednosne instrumente. Udio imovine novčanih fondova u konstantnom je porastu od 2008. godine i početka financijske krize, dok je neto imovina rizičnijih fondova u tom periodu bila u stalno opadanju. U 2014. godini došlo je do neznatnog pada ukupne imovne UCITS fondova u odnosu na 2013. godinu, što je posljedica smanjenje neto imovine novčanih fondova, koji su usprkos tome zadržali dominantan udio u ukupnoj neto imovini UCITS fondova. Smanjenje neto imovine novčanih fondova prije svega je posljedica povlačenja sredstava od strane institucionalnih investitora u prosincu zbog najavljenog novog izdanja državnih obveznica.<sup>96</sup> Neto imovina dioničkih fondova smanjila se za 9,5% u odnosu na 2013. godinu, dok se neto imovina obvezničkih

---

<sup>96</sup>HANFA (2015.), Godišnje izvješće za 2014. godinu, str.50. [http://www.hanfa.hr/getfile/43368/HANFA\\_GI%202014\\_FINAL\\_ZA%20WEB.pdf](http://www.hanfa.hr/getfile/43368/HANFA_GI%202014_FINAL_ZA%20WEB.pdf), (pristupljeno 10. studenog 2015.)

fondova povećala za više od pola mlrd. kuna odnosno za 137,5%. Uz rast neto imovine obvezničkih fondova, zabilježen je rast i neto imovine fondova koji spadaju u kategoriju ostalih fondova i to kao posljedica osnivanja novih te pripajanja dvaju dioničkih fondova u kategoriju ostalih UCITS fondova. Od 2014. godine neto imovina UCITS fondova je u porastu zahvaljujući porastu neto imovine novčanih i obvezničkih fondova. Neto imovina dioničkih, mješovitih i ostalih fondova u posljednje tri godine nije bilježila veće promjene.

Kretanje neto imovine UCITS fondova pod stalnim je promjenama i za pretpostaviti je da će se takva situacija nastaviti u narednim godinama. Investitori s velikom dozom opreza pristupaju ulaganju u investicijske fondove, posebice one rizičnije, jer je vrlo teško predvidjeti događanja na tržištima kapitala. Trenutno postoji vrlo velika opasnost od sloma prethodnih godina brzo rastućeg kineskog tržišta, što bi se svakako odrazilo na financijskim tržištima diljem svijeta, pa tako i u hrvatskoj. Cijene dionica pod velikim su odstupanjima iz tjedna u tjedan, te će tržište ostati nestabilno sve dok se ne vide poboljšanja u područjima slabosti, a kao najveću slabost brojni analitičari smatraju upravo situaciju u kineskom gospodarstvu. S obzirom na turbulencije koje vladaju na financijskim tržištima za očekivati je da će ulaganje u niskorizične fondove biti i dalje najzastupljeniji i najpoželjniji oblik ulaganja od strane potencijalnih investitora.

#### *4.2.3. Analiza strukture ulaganja otvorenih investicijskih fondova*

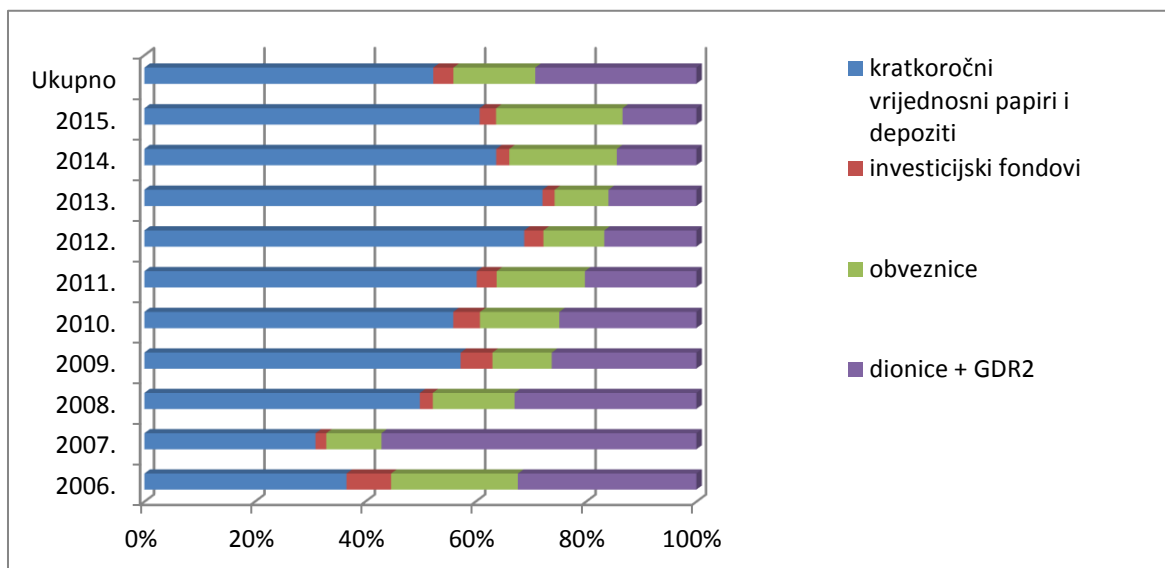
Investicijski fondovi bitno se razlikuju po strukturi ulaganja. Sve zavisi o tome koliko fond nastoji preuzeti rizika, odnosno koliki potencijalni prinos očekuje ili želi ostvariti. Prema strukturi ulaganja fondovi ulažu na domaćem i inozemnom tržištu u: kratkoročne vrijednosne papire i depozite, investicijske fondove, različite vrste obveznica, dionice i dionice sa globalnom potvrdom depozitara (GDR<sup>97</sup>). Struktura

---

<sup>97</sup> GDR (Global Depository Receipt) jest globalna potvrda koju izdaju depozitari o vlasništvu dionica nekog stranog društva koje depozitar drži na svom računu. Uobičajeno se koristi kao način ulaganja ulagatelja s razvijenih tržišta u društva s tržišta u razvoju. GDR-ovima se trguje na uređenim tržištima i njihova je cijena najčešće približno jednaka cijeni vrijednosnog papira na koji se odnosi, ali njihova trgovina i namira odvija se neovisno o temeljnom vrijednosnom papiru. Financijske institucije u Republici Hrvatskoj dosada nisu izdavale GDR-ove, ali oni su izdani za pojedine izdavatelje iz

ulaganja, osim prema vrsti imovine u koju se ulaže i geografskoj izloženosti, može se također prikazati prema sektorskoj i valutnoj izloženosti. Ukupno promatrajući sve oblike otvorenih investicijskih fondova može se zaključiti kako su fondovi tijekom promatranog razdoblja najviše ulagali u kratkoročne vrijednosne papire i depozite. Taj podatak je očekivan s obzirom da novčani fondovi zauzimaju najveći udio u ukupnoj imovini otvorenih investicijskih fondova, a upravo oni svoja ulaganja najviše usmjeruju na kratkoročne vrijednosne papire i depozite. Na sljedećem grafikonu prikazana je struktura ulaganja otvorenih investicijskih fondova.

*Grafikon 9. Struktura ulaganja otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine*



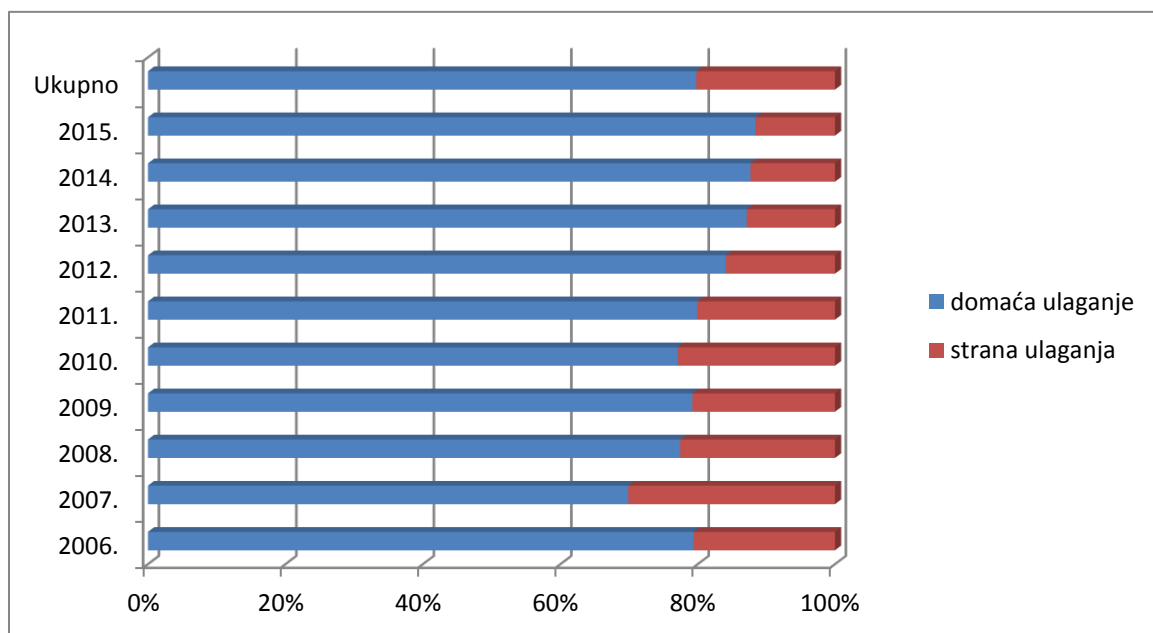
Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Ulaganje u dionice zbirno gledano drugi je najatraktivniji vid ulaganja otvorenih fondova. Ulaganje u dionice doživjelo je vrhunac 2007. godine kada su prinosi dioničkih fondova bili znatno veći od ostalih, međutim na grafikonu možemo vidjeti konstantan negativan trend dionica u strukturi ulaganja otvorenih investicijskih fondova od gospodarske krize pa sve do danas. Gospodarskom krizom dionički fondovi počeli su ostvarivati negativne prinose, te od tog trenutka traje nepovjerenje

Republike Hrvatske od strane financijskih institucija iz inozemstva. HANFA, godišnje izvješće, 2012. godina, str. 45., [http://www.hanfa.hr/getfile/40143/Hanfa\\_GI\\_hrvatski\\_2012.pdf](http://www.hanfa.hr/getfile/40143/Hanfa_GI_hrvatski_2012.pdf), (pristupljeno 11. studenog 2015.)

u njihovo ulaganje. Za razliku od dionica, obveznice posljednjih godina zauzimaju sve veći udio u strukturi ulaganja, što ukazuje na nizak nivo rizika koji fondovi preuzimaju, a i na skeptičnost ulagača s obzirom da se sve više odlučuju za ulaganje upravo u takve vrste fondova. Udio investicijskih fondova u strukturi ulaganja otprilike je bez većih promjena tijekom promatranog razdoblja, te zauzima konstantno najmanji udio, prema čemu se može zaključiti da je najmanje atraktivan oblik za ulaganje. Prema sljedećem grafikonu može se zaključiti kako otvoreni investicijski fondovi tijekom promatranog razdoblja većinu svoje imovine ulažu na domaće tržište vrijednosnih papira s konstantnim pozitivnim trendom od 2007. godine. Taj trend također treba pripisati ponajprije novčanim fondovima koji gotovo svu imovinu ulažu na domaćem tržištu, te obvezničkim koji također velik postotak imovine plasiraju upravo na domaće tržište. Na sljedećem grafikonu prikazan je udio domaćih i inozemnih ulaganja otvorenih investicijskih fondova.

*Grafikon 10. Udio domaćih i inozemnih ulaganja otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine*

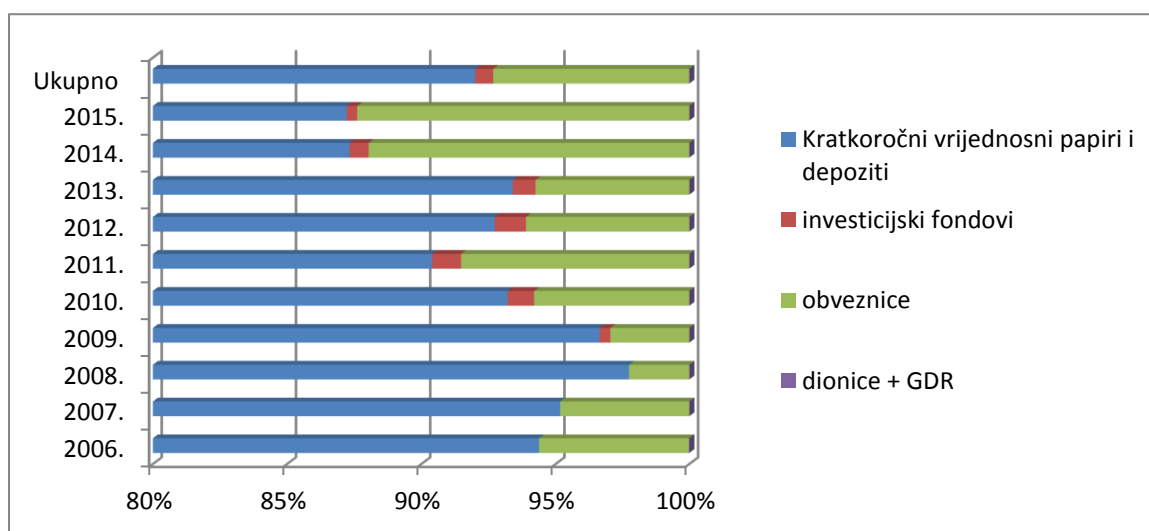


Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Pojedinačnim promatranjem strukture ulaganja otvorenih investicijskih fondova, novčani fondovi tijekom promatranog razdoblja više od 85%, a u većini slučajeva i preko 90% svoje imovine ulažu u kratkoročne vrijednosne papire i

depozite, dok se preostali udio odnosi pretežito na obveznice. To su očekivani pokazatelji s obzirom da su novčani otvoreni investicijski fondovi najsigurniji oblik ulaganja, a upravo kratkoročni vrijednosni papiri, depoziti i obveznice svojim nisko rizičnim svojstvima jamče sigurnost ulaganja. Udio ulaganja u investicijske fondove vrlo je malo zastupljen, dok ulaganje u dionice gotovo pa i ne postoji. Prema grafikonu može se uočiti kako je u posljednje dvije godine nešto veći postotak zastupljenosti obveznica u strukturi, što ukazuje na tenziju prihvaćanja nešto većeg rizika u svrhu postizanja potencijalno većih prinosa, odnosno na veće povjerenje u stabilnost financijskog tržišta. Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova prikazana je na sljedećem grafikonu.

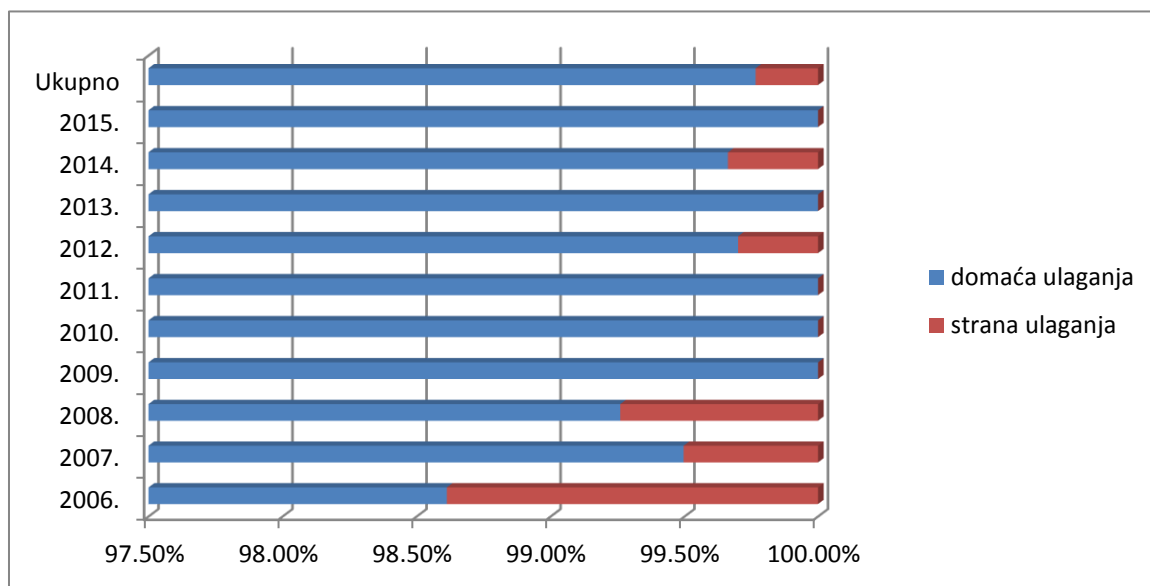
*Grafikon 11. Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Sljedeći grafikon potvrđuje već prethodno navedeni podatak da novčani fondovi gotovo svu imovinu plasiraju na domaće tržište i to u postotku uglavnom većem od 99%.

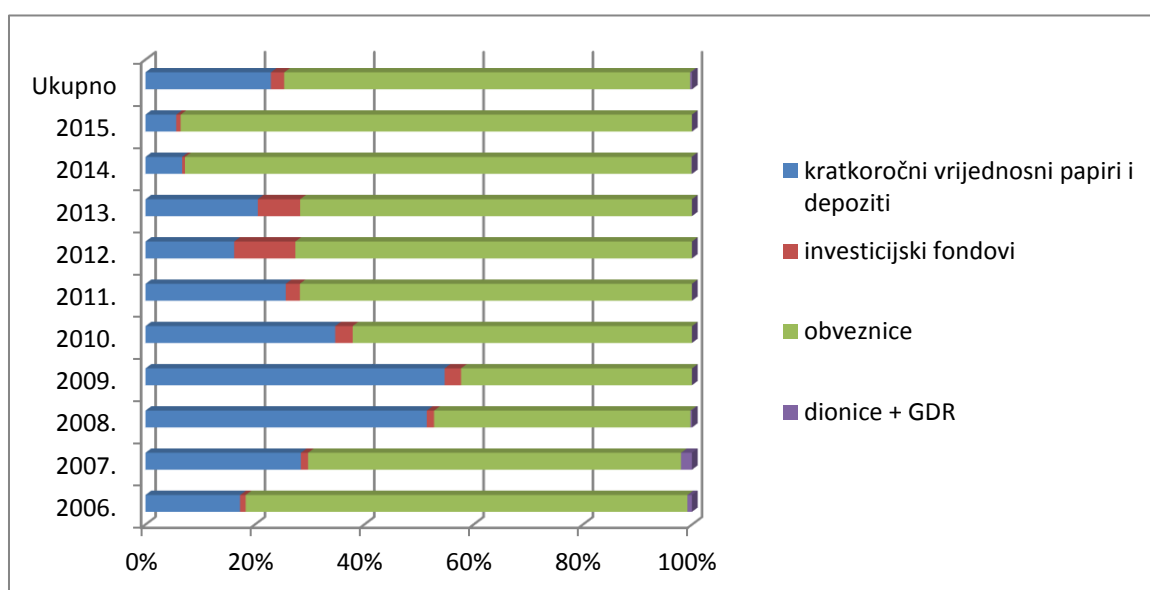
Grafikon 12. Udio domaćih i inozemnih ulaganja novčanih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Na sljedećem grafikonu prikazana je struktura ulaganja obvezničkih fondova gdje se može vidjeti dominacija obveznica, ali ipak ne u tolikom postotku kao što je to bio primjer s kratkoročnim vrijednosnim papirima i depozitima kod novčanih fondova.

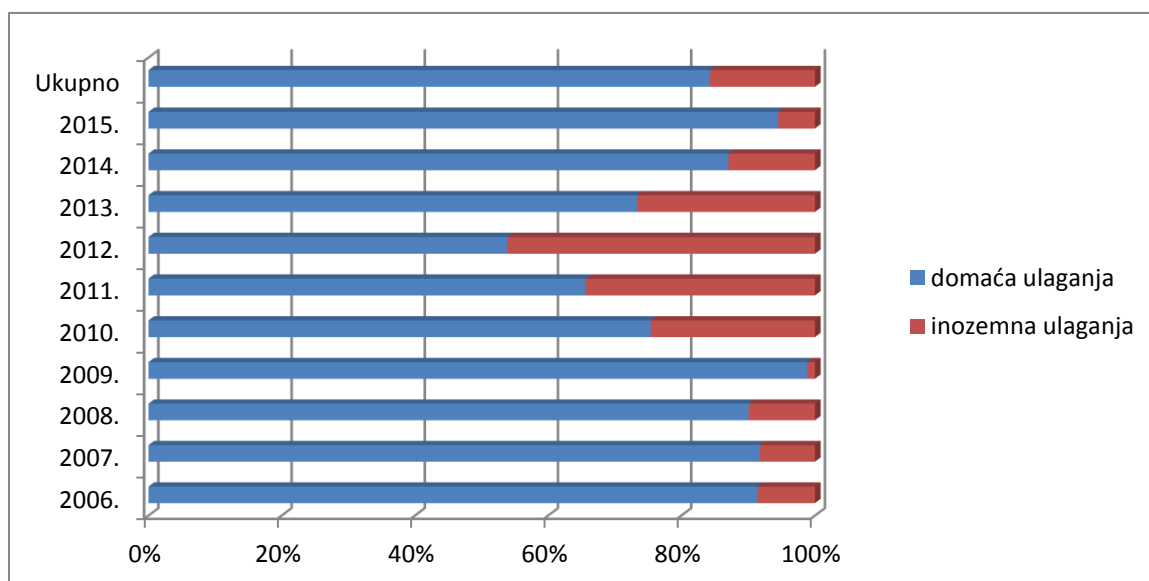
Grafikon 13. Struktura ulaganja obvezničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Možemo vidjeti kako se nastupanjem gospodarske krize 2008. godine naglo smanjio udio obveznica što se nastavilo i u 2009. godini. U tom periodu došlo je do povećanja udjela kratkoročnih vrijednosnih papira i depozita, što ukazuje na posezanje za još nešto sigurnijim vrijednosnicama uslijed nestabilnosti koje je prouzročila gospodarska kriza. Nakon polaganog oporavka od krize 2010. godine dolazi do povećanja udjela obveznica s rastućim trendom sve do 2015. godine kad iznosi gotovo 95%, od čega se najveći dio odnosi na državne obveznice. Ulaganja u dionice nisu zastupljena kao ni kod novčanih fondova, dok ulaganja u druge investicijske fondove predstavljaju manji postotak, koji je tek 2012. i 2013. godine nešto više izražen. Što se tiče domaćeg i inozemnog ulaganja, obveznički fondovi pretežito ulažu na domaćem tržištu i to u državne i korporativne obveznice, dok je nešto veći postotak ulaganja na inozemnim tržištima zabilježen u periodu od 2011. do 2013. godine, a najzanimljivija inozemna tržišta obvezničkim fondovima prema podacima HANFA-e spominju se Rusija, Njemačka, Irska u vidu korporativnih obveznica, te Slovenija i Velika Britaniju u vidu državnih obveznica. Podaci o udjelima domaćih i inozemnih ulaganja obvezničkih UCITS fondova nalaze se na sljedećem grafikonu.

*Grafikon 14. Udio domaćih i inozemnih ulaganja obvezničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine*

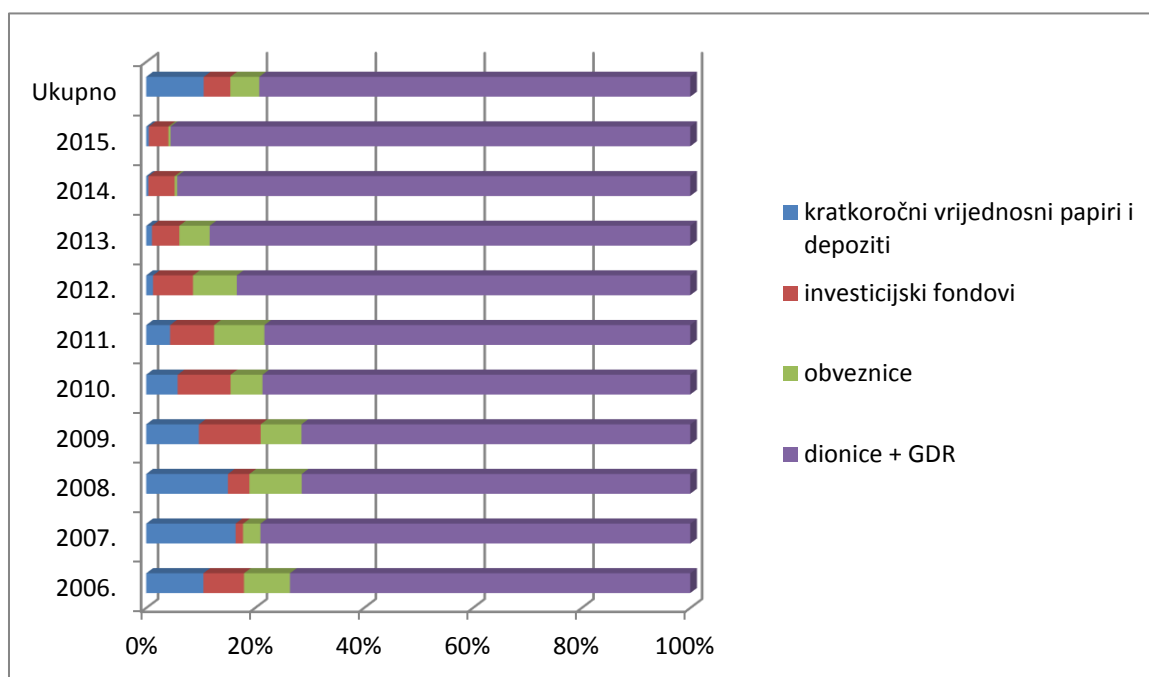


Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>



Kod dioničkih fondova, udio zastupljenosti dionica u strukturi ulaganja sve je veći i u posljednje dvije godine iznosi preko 95%, za razliku od prethodnih godina kada je oko 20% strukture pripadalo ostalim oblicima ulaganja. Kratkoročni vrijednosni papiri i depoziti zauzimali su zamjetan udio u prvim godinama promatranja uz konstantno opadanje, a obveznice su otprilike isti udio zadržavale do 2013. godine uz male varijacije, da bi u posljednje dvije godine udio jednih i drugih bio sveden na minimum. Udio ulaganja u investicijske fondove bio je otprilike jednak udjelu obveznica, a posljednje dvije godine iznosi otprilike 5%. Bez obzira na povećanje udjela dionica kod dioničkih fondova, udio dionica u strukturi svih fondova u konstantnom je opadanju zbog smanjenja neto imovine dioničkih fondova. Struktura ulaganja dioničkih UCITS fondova prikazana je na sljedećem grafikonu.

*Grafikon 15. Struktura ulaganja dioničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine*

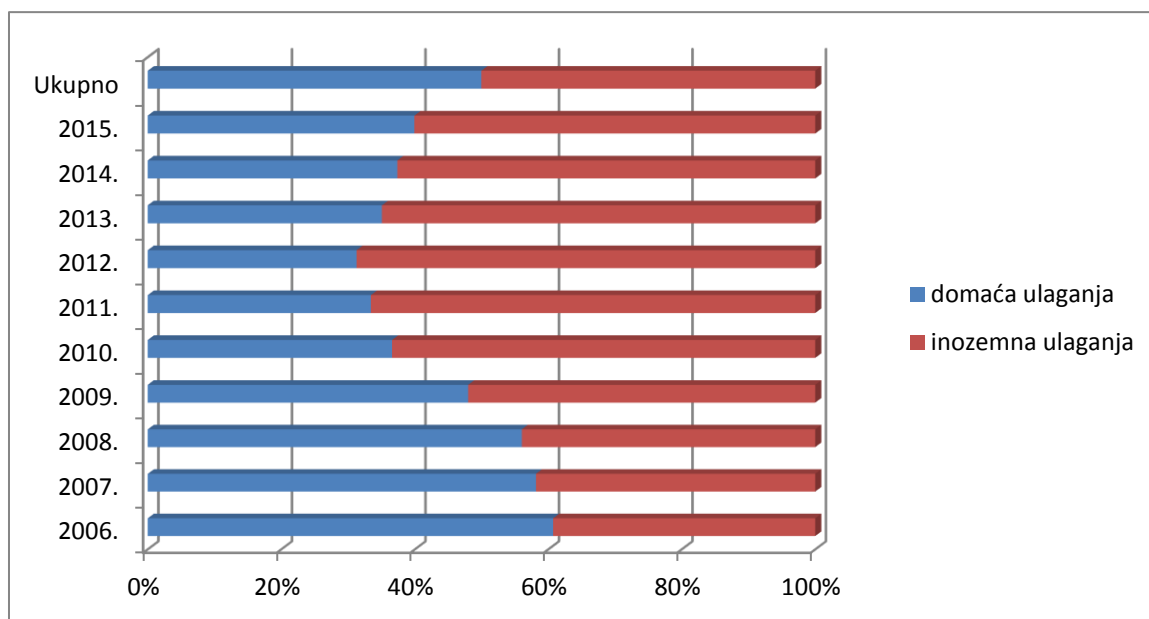


Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

Za razliku od prethodnih vrsta fondova, kod dioničkih su više zastupljena ulaganja na inozemnim tržištima kao što je vidljivo na sljedećem grafikonu. Ulaganja na domaćim tržištima bila su zastupljenija do 2008. godine, nakon toga zanimljivijim se čini ulagati na inozemnim tržištima. Također se može zamijetiti kako je udio inozemnih ulaganja bio u porastu do 2012. godine, da bi nakon toga bio u

konstantnom laganom padu. Razlog tome može biti polagan oporavak hrvatskog gospodarstva, i sve veće povjerenje u domaće financijsko tržište. Od inozemnih ulaganja, dionički fondovi posljednjih godina najviše ulažu na tržištima SAD-a, Srbije, Slovenije i Velike Britanije, a u 2015. godini prema podacima HANFA-e spominju se još Švicarska i Francuska.

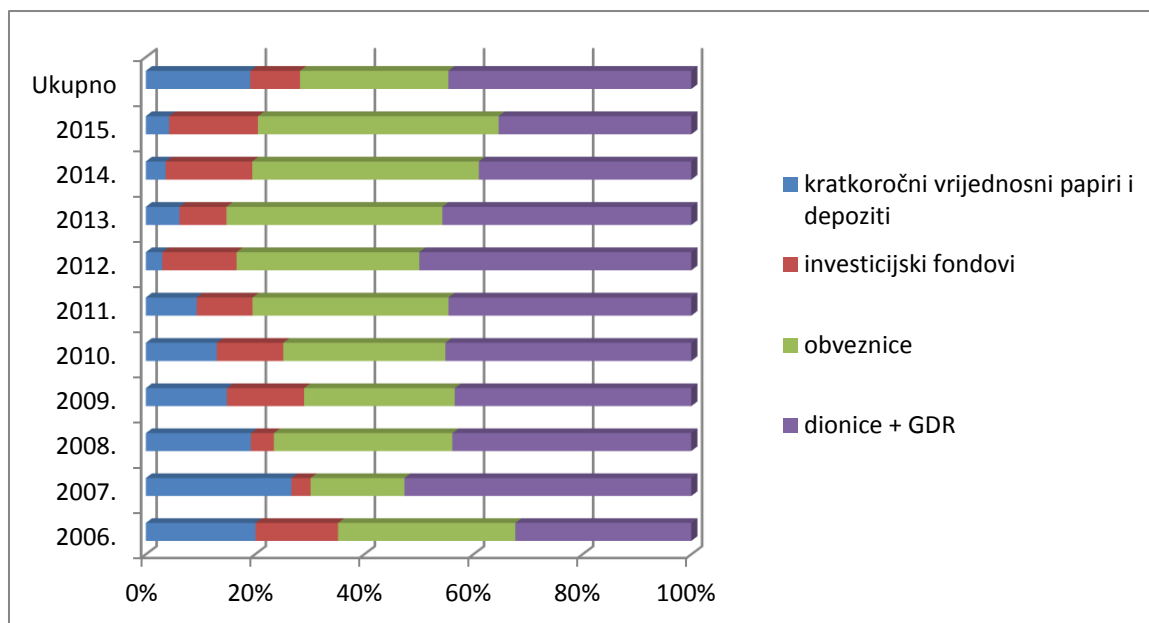
*Grafikon 16. Udio domaćih i inozemnih ulaganja dioničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

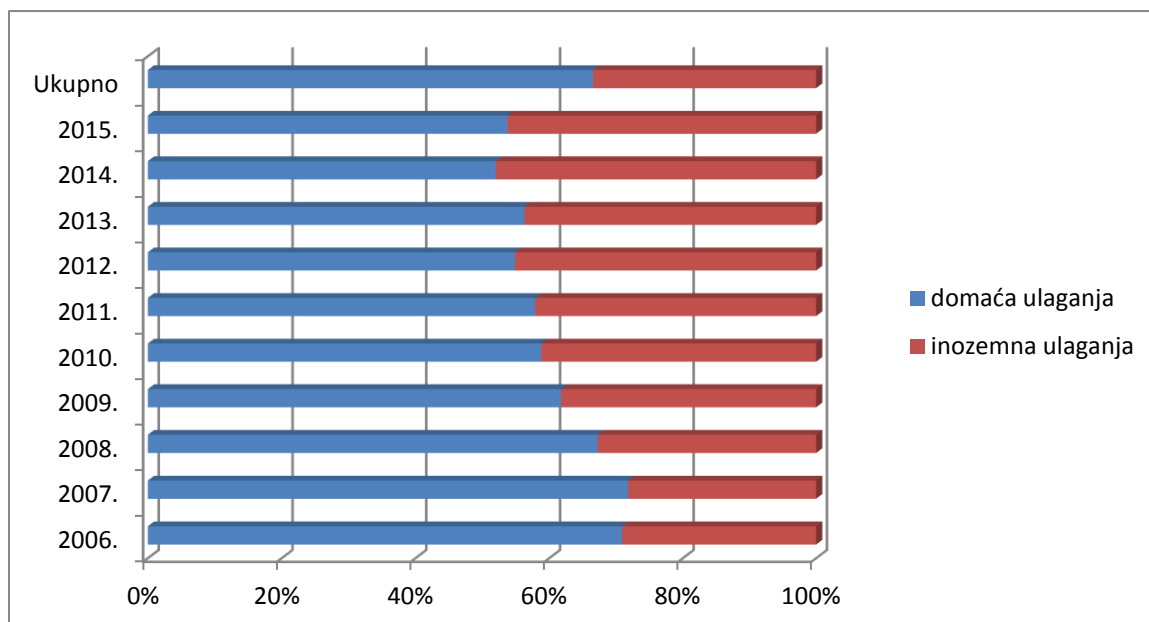
Mješoviti fondovi imaju šaroliku strukturu ulaganja, najveći udio pripada dionicama i obveznicama koje su u posljednje 3 godine otprilike jednako zastupljene u strukturi. Prethodnih godina nešto veći udio odnosio se na dionice, vjerojatno zbog nastojanja smanjenja rizika taj udio je u opadanju, a udio ulaganja u obveznice i investicijske fondove u porastu. Kod ulaganja u investicijske fondove, misli se prvenstveno na ulaganje u dioničke i obvezničke fondove. Udio ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire i depozite konstantno je opadao tijekom promatranog razdoblja i trenutno je najmanje zastupljen. Kod mješovitih fondova više su zastupljena domaća ulaganja, s trendom povećanja inozemnih ulaganja, a najznačajnija ulaganja bila su u dionice stranih izdavatelja iz SAD-a, Srbije, Slovenije, Njemačke i Japana. Struktura ulaganja te udio domaćih i inozemnih ulaganja mješovitih UCITS fondova prikazani su na sljedećim grafikonima.

Grafikon 17. Struktura ulaganja mješovitih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

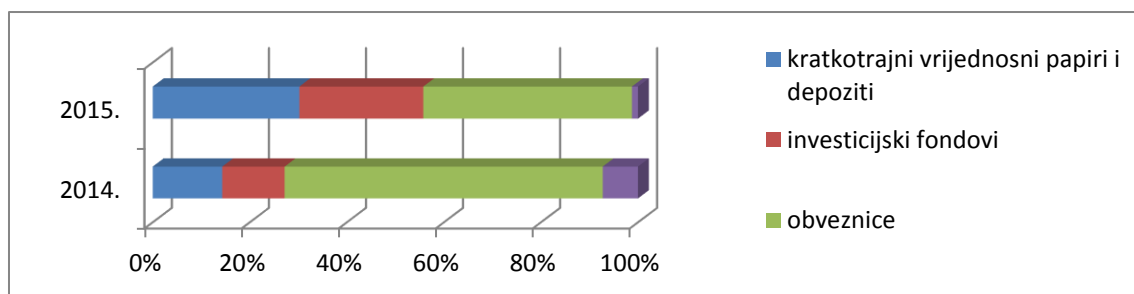
Grafikon 18. Udio domaćih i inozemnih ulaganja mješovitih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

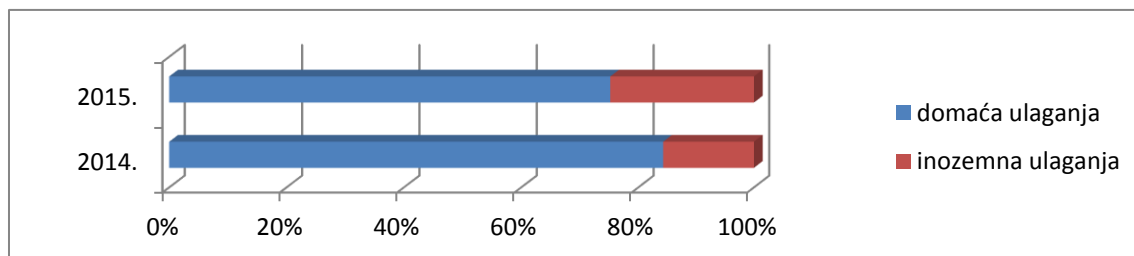
Kod ostalih UCITS fondova koji su se kao grupa formirali 2014. godine najviši udio u strukturi zauzimaju obveznice, i to uglavnom domaće državne obveznice. Udio kratkotrajnih vrijednosnih papira i depozita, te investicijskih fondova doživio je znatni porast u 2015. godini, dok je udio dionica gotovo beznačajan. Ostali UCITS fondovi uglavnom su ulagali na domaćem tržištu. Na sljedećim grafikonima prikazana je struktura ulaganja ostalih UCITS fondova.

*Grafikon 19. Struktura ulaganja ostalih UCITS fondova 2014. i 2015. godine*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

*Grafikon 20. Udio domaćih i inozemnih ulaganja ostalih UCITS fondova 2014. i 2015. godine*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka HANFE, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>

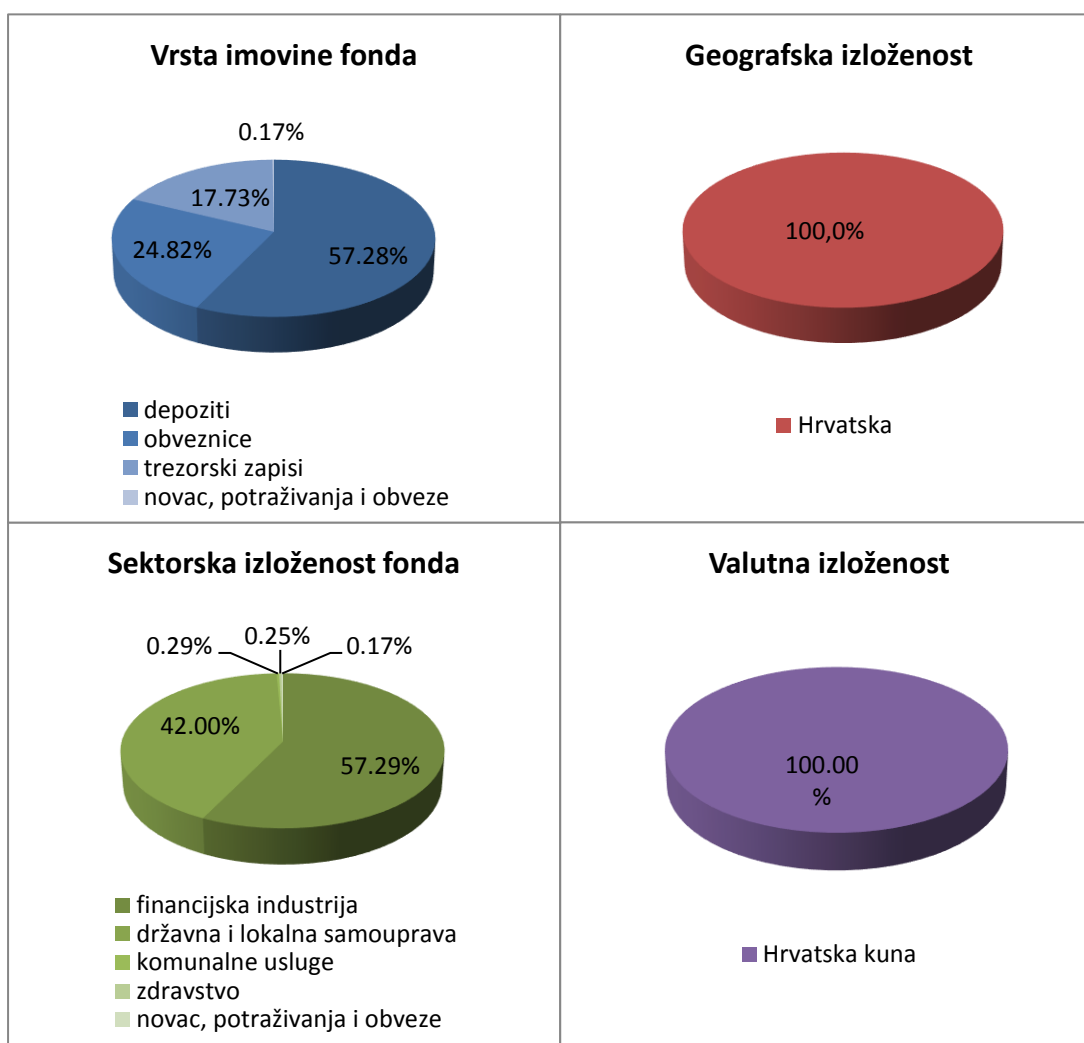
Ukupno gledajući strukture svih otvorenih investicijskih fondova može se zaključiti da otvoreni investicijski fondovi najviše ulažu u kratkoročne vrijednosne papire i depozite, ulaganje u obveznice i druge investicijske fondove u porastu je posljednjih godina, dok ulaganje u dionice bilježi padove. Fondovi najviše ulažu na domaćem financijskom tržištu i to u kratkoročne vrijednosne papire i depozite te državne obveznice, a oni koji se odlučuju za inozemna ulaganja, to su uglavnom ulaganja u dionice te korporativne obveznice i to u najkonkurentnijim zemljama

svijeta kao što su: Švicarska, SAD, Njemačka i Japan te u nekim susjednim državama poput Slovenije i Srbije.

#### 4.2.3.1. Prikaz strukture novčanog fonda

Za prikaz strukture novčanog fonda odabran je ZB plus novčani fond ZB Invest-a. Strategija ulaganja odabranog fonda je osigurati sigurnost i visoku likvidnost uloga uz stalan rast vrijednosti uloga, odnosno stabilan prinos<sup>98</sup>. Struktura navedenog fonda prikazana je na sljedećem grafikonu.

Grafikon 21. Struktura ZB Plus novčanog fonda



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

<sup>98</sup> ZB invest, ZB plus, <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-plus/hr/>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

Vidljivo je da najveći udio imovine fonda pripada deponiranim sredstvima kod banaka, zatim obveznicama pa trezorskim zapisima, što predstavlja i osigurava sigurnost ulaganja koja je karakteristična za novčane fondove. Sva imovina fonda plasirana je na domaćem tržištu i to u kunama čime je valutni rizik sveden na minimum. Što se tiče sektorske izloženosti, 57,29% imovine plasirano je u financijsku industriju, 42% u državnu i lokalnu samoupravu, dok se preostali udio odnosi na komunalne usluge, zdravstvo, potraživanja i obveze<sup>99</sup>.

#### 4.2.3.2. Prikaz strukture obvezničkog fonda

Struktura obvezničkog fonda prikazana je ZB bond obvezničkim fondom u vlasništvu ZB Invest-a. Cilj fonda je očuvanje i rast vrijednosti udjela ulaganjem imovine pretežito u obveznice, što se može vidjeti i na grafikonu. Osim u obveznice fond ulaže i u trezorske zapise<sup>100</sup>. Većinu svojih sredstava fond plasira na domaćem tržištu udjelom od 83,46%, a od inozemnih ulaganja najviše se odnosi na ulaganja u Crnoj Gori, Makedoniji, Sloveniji i Rumunjskoj. S obzirom na takvu geografsku strukturu i valutna izloženost fonda izgleda šaroliko. Najviše sredstava plasirano je u eurima 48,52%, u kunama 26,7%, u dolarima 22,9%, a 1,88% odnosi se na Rumunjski lei<sup>101</sup>. Na sljedećem grafikonu prikazana je struktura odabranog obvezničkog fonda.

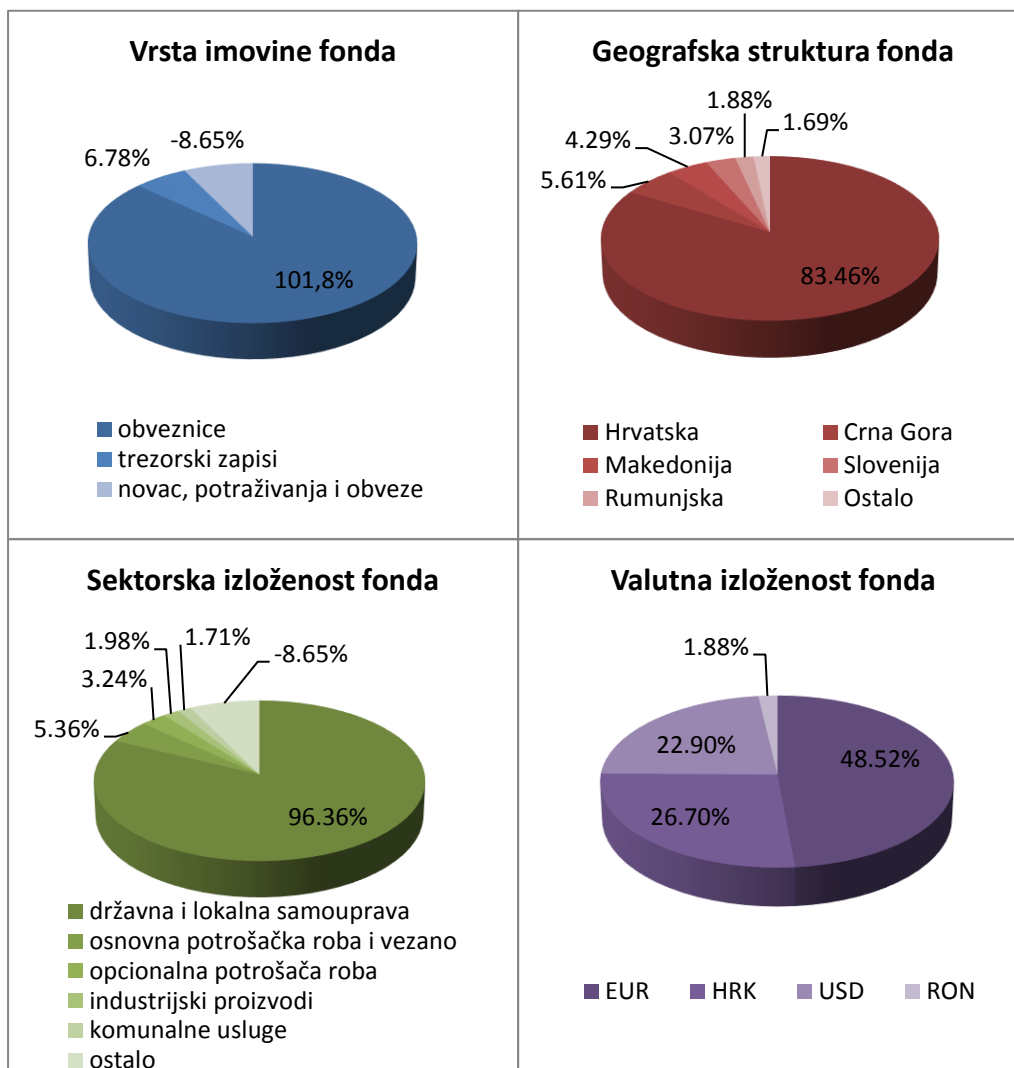
---

<sup>99</sup> Hrportfolio, financijski portal, usporedba fondova, ZB plus, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

<sup>100</sup> ZB Invest, ZB bond, <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-bond/hr/>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

<sup>101</sup> Hrportfolio, financijski portal, usporedba fondova, ZB bond, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

Grafikon 22. Struktura ZB bond obvezničkog fonda



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

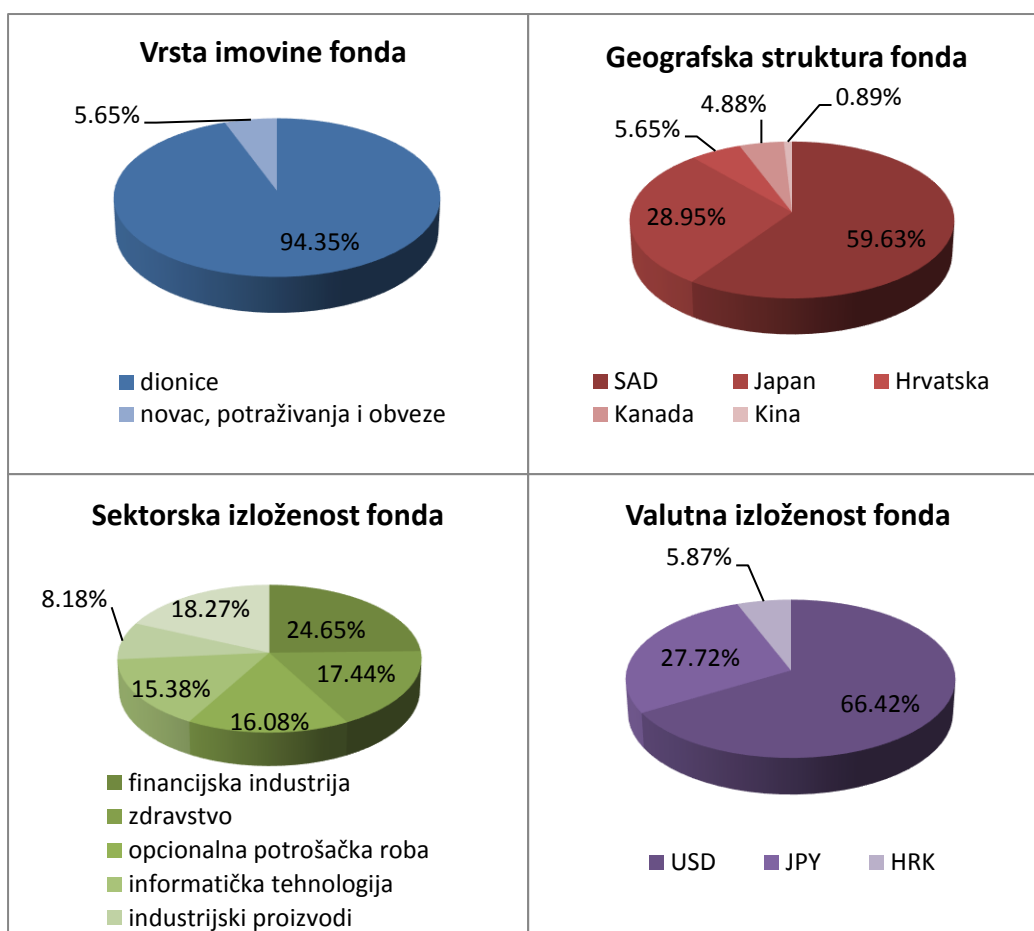
S obzirom da je najviše imovine plasirano u državne obveznice, najzastupljeniji sektor ulaganja je državna i lokalna samouprava sa udjelom od 96,36%, dok se ostali udio odnosi na osnovnu i opcionalnu potrošačku robu, industrijske proizvode, komunalne usluge i ostalo.

#### 4.2.3.3. Prikaz strukture dioničkog fonda

Struktura dioničkog fonda prikazana je ZB trend dioničkim fondom ZB Invest-a. ZB trend dionički je fond koji 94,35% svoje imovine ulaže u dionice, dok se ostatak

imovine odnosi na novac, potraživanja i obveze<sup>102</sup>. ZB trend pažljivo bira dionice kompanija iz razvijenih zemalja svijeta izvan Europe, poput SAD-a, Kanade, Japana, te dionice društava koja djeluju ili većinu svojih prihoda ostvaruju u tim zemljama. Na sljedećem grafikonu prikazana je struktura ZB trend dioničkog fonda<sup>103</sup>.

Grafikon 23. Struktura ZB trend dioničkog fonda



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Najveće od navedenih je američko tržište s zastupljenošću od 59,63%, te kako navode na službenih stranicama ZB Investa, američko tržište karakterizira duga tradicija postojanja tijekom koje je prolazilo kroz različita krizna razdoblja te uspijevalo zadržati dugoročni trend rasta. Kultura investiranja u dionice američkih kompanije stara je više od stoljeća i najbolji je primjer uspješnosti dugoročnog ulaganja uz atraktivne prinose. Ulaganja na japanskom tržištu zastupljena su s

<sup>102</sup> Hrportfolio, financijski portal, usporedba fondova, ZB trend, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

<sup>103</sup> ZB Invest, ZB trend, <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-trend/hr/>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)



28,95%, zatim slijede ulaganja na hrvatskom, kanadskom i kineskom tržištu. Što se tiče valutne izloženosti ona je otprilike isto raspoređena kao i geografska struktura te prednjači američki dolar, a slijede ga japanski jen i hrvatska kuna. Kod sektorske izloženosti najviše je zastupljena financijska industrija, zatim slijedi zdravstvo, opcionalna potrošačka roba, informatička tehnologija, industrijski proizvodi i ostalo<sup>104</sup>.

#### 4.2.3.4. *Prikaz strukture mješovitog fonda*

Struktura mješovitog fonda prikazana je ZB global mješovitim fondom ZB Invest-a. Cilj fonda je rast vrijednosti udjela ulaganjem imovine fonda na dulji rok pretežito u dužničke vrijednosne papire, dionice i udjele ili dionice drugih investicijskih fondova<sup>105</sup>. ZB global najveći dio svoje imovine ulaže u obveznice 54,72%, a slijedi ulaganje u dionice u iznosu od 43,76%. Ostali mali dio odnosi se na ulaganje u trezorske zapise i udjele u fondovima te na novac, potraživanja i obveze. Najveći dio imovine plasiran je na domaće tržište s 57,36%, a slijede ulaganja na tržištima Slovenije, SAD-a, Srbije i Crne Gore. U kategoriji ostalih sa udjelom od 15% nalazi se mnoštvo država, uglavnom članice EU i OECD-a. Najzastupljenija valuta je euro sa 44,65%, slijedi američki dolar sa 27,65%, hrvatska kuna sa 21,58%, srpski dinar sa 5,96% te bosansko-hercegovačka konvertibilna marka sa 0,16%. S obzirom da se najviše ulaže u državne obveznice prema sektorskoj izloženosti najviše je zastupljena državna i lokalna samouprava sa 41,20%, a slijede osnovna i opcionalna potrošačka roba, sirovine, financijska industrija te ostalo<sup>106</sup>. Sljedeći grafikon prikazuje strukturu odabranog mješovitog fonda.

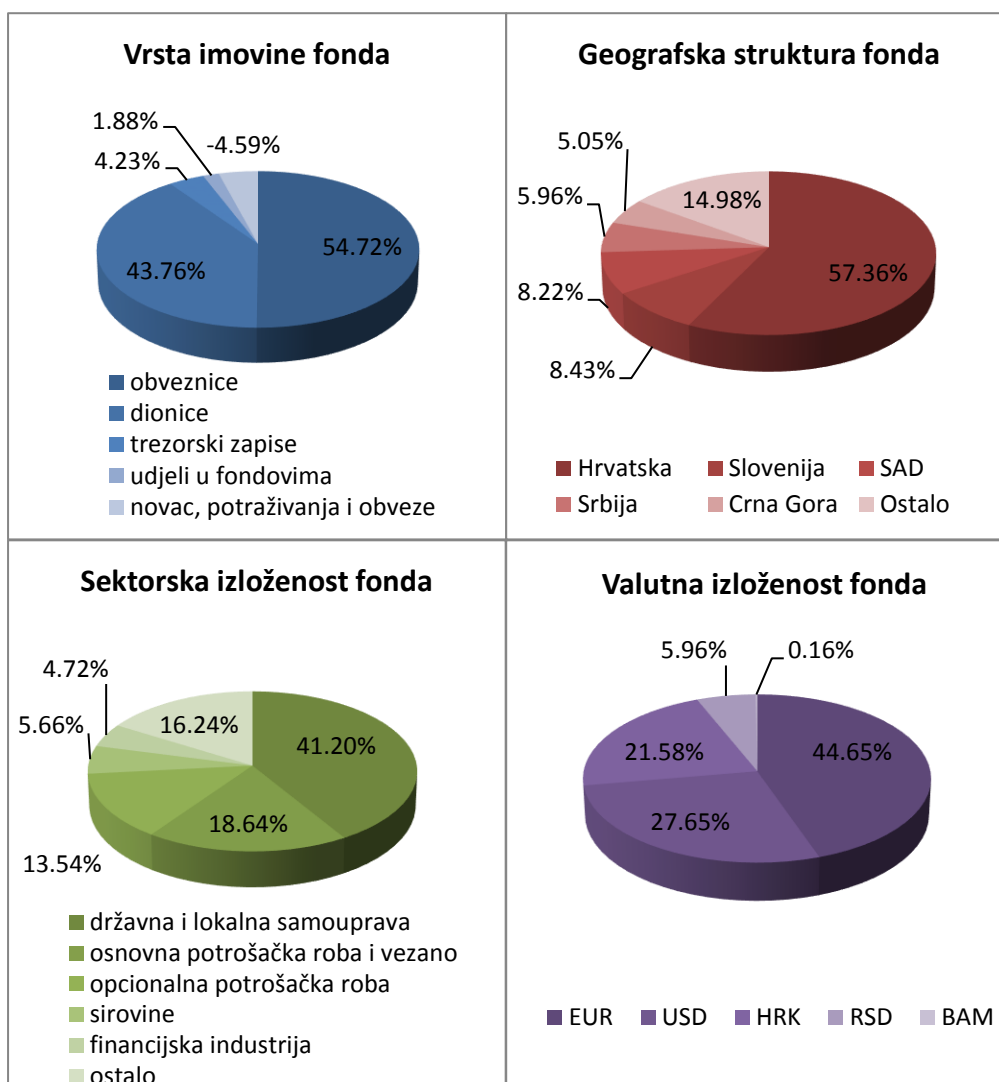
---

<sup>104</sup> Hrportfolio, financijski portal, usporedba fondova, ZB trend, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

<sup>105</sup> ZB Invest, ZB global, <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-global/hr/>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

<sup>106</sup> Hrportfolio, financijski portal, usporedba fondova, ZB global, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>, (pristupljeno 20. travnja 2016.)

Grafikon 24. Struktura ZB global mješovitog fonda



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Na temelju prikazanih primjera potvrđuju se već neki prethodno prikazani podaci kod zbirnog prikaza strukture fondova. Izuzevši dionički fond, najviše imovine fondova plasirano je na domaćem tržištu, prema sektorskoj izloženosti najviše zastupljeni sektor je državna i lokalna samouprava, što ukazuje na ulaganje u obveznice kao jedan od najpoželjnijih oblika ulaganja fondova, dok prema valutnoj izloženosti najveći udio zauzimaju euro i kuna. Dionički fond se najviše izdvaja među prikazanim fondovima i najmanje karakteristika ga veže uz ostale fondove. Kod njega su dionice primaran oblik ulaganja, s najraznolikijom sektorskom izloženošću, ulaganja su orijentirana na inozemna tržišta, a najzastupljenija valuta je američki dolar.

#### 4.2.4. Analiza prinosa otvorenih investicijskih fondova

Osnovno i najvjerođostojnije mjerilo uspješnosti investicijskog fonda je rast vrijednosti udjela, tj. prinos investicijskog fonda. Prinos investicijskog fonda jednak je razlici prodajne cijene udjela i njegove kupovne cijene, te je kao takav izražen u novčanoj vrijednosti prema kojoj se može izračunati i postotni iznos prinosa. Za ostvarivanje većeg prinosa investicijski fondovi sugeriraju i preporučuju dugoročna ulaganja, no to ne znači da i ulaganja na kraći rok ne mogu biti vrlo profitabilna. Vrlo je važno odabrati pravi trenutak za ulaganje, kao i pravi trenutak za povlačenje sredstava jer prinosi su vrlo osjetljivi na promjene, te je potrebno dobro pratiti njihova kretanja i predviđati eventualne nagle promjene. Prinosi u prošlosti ne mogu biti garancija budućeg prinosa te je vrlo teško naslutiti kakve će biti vrijednosti udjela u budućnosti te kada bi vrijednosti udjela mogle rasti ili padati. Vrijednosti udjela, a samim time i prinosi izračunavaju se na dnevnoj bazi, a podaci su vrlo lako dostupni na službenih stranicama fondova kao i na „Hrportfolio“ financijskom portalu<sup>107</sup>. U nastavku, prinosi fondova nastojat će se prikazati usporedbom po tri fonda iz svake kategorije, te završnom međusobnom usporedbom. Za usporedbu odabrani su fondovi ZB Invest-a, PBZ Invest-a i HPB Invest-a, po jedan iz svake kategorije.

##### 4.2.4.1. Prinosi odabranih novčanih fondova

Za prikaz kretanja prinosa novčanih fondova odabrana su tri novčana fonda različitih društava za upravljanje investicijskim fondovima, a prikazana su na sljedećoj tablici zajedno s njihovim indikatorima rizika i prosječnim godišnjim prinosima. Navedeni fondovi svoju imovinu u potpunosti ulažu na domaćem tržištu s nešto različitijom strukturnom izloženošću. Riječ je o vrlo sigurnim, niskorizičnim fondovima što potvrđuju prikazani indikator rizika. Vidljivi su pozitivni prosječni godišnji prinosi kod svih odabranih fondova tijekom promatranog razdoblja. Na sljedećem grafikonu prikazani su navedeni podaci odabranih novčanih fondova.

---

<sup>107</sup> Hrportfolio, financijski portal, <http://www.hrportfolio.hr/o-fondovima/prinosi-naknade-porezi>, (pristupljeno 5. svibanj 2016.)

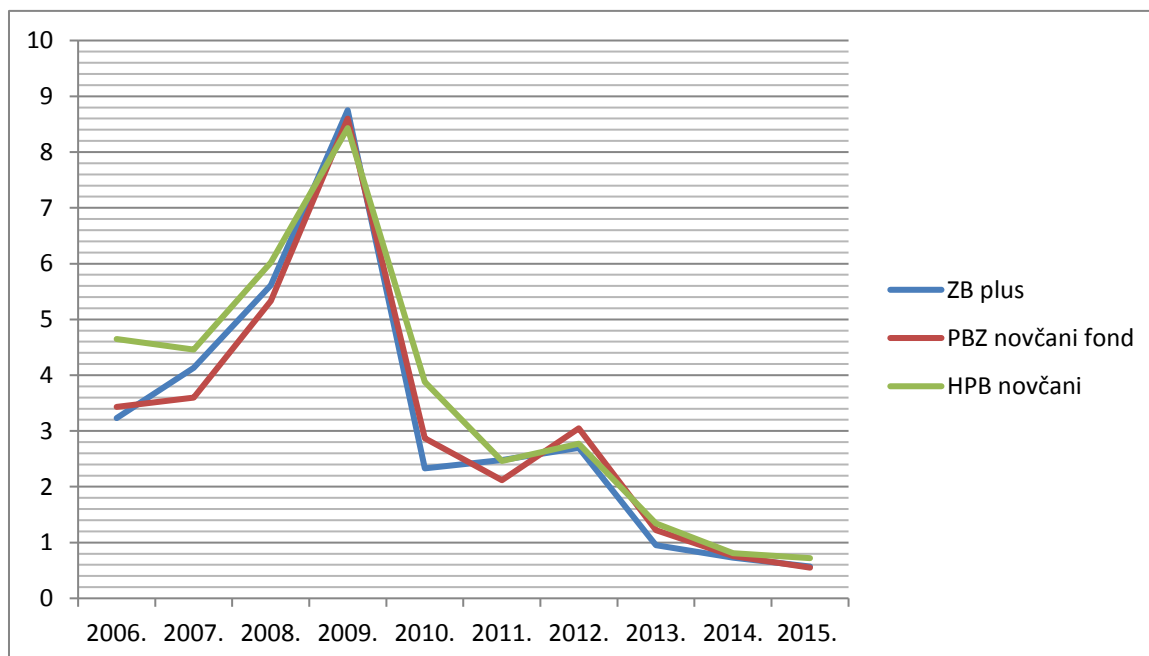
Tablica 4. Odabrani novčani fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi

|                     | ZB plus | PBZ Novčani fond | HPB Novčani |
|---------------------|---------|------------------|-------------|
| VaR-rizičnost fonda | 0,02%   | 0,02%            | 0,03%       |
| SRRI indikator      | 1       | 1                | 1           |
| Zadnjih 12 mjeseci  | 0,48%   | 0,46%            | 0,56%       |
| Zadnja 24 mjeseca   | 1,16%   | 1,14%            | 1,42%       |
| PGP 3 godine        | 0,66%   | 0,69%            | 0,83%       |
| PGP 5 godina        | 1,29%   | 1,39%            | 1,44%       |
| PGP od osnutka      | 3,61%   | 4,76%            | 3,46%       |

Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Na sljedećem grafikonu prikazano je kretanje godišnjih prinosa odabranih novčanih fondova. Prinosi su iskazani na godišnjoj razini, prema ostvarenom prinosu na posljednji dan svake godine u promatranom razdoblju.

Grafikon 25. Kretanje godišnjih prinosa odabranih novčanih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Godišnji prinosi odabranih fondova, tokom cijelog promatranog razdoblja imali su pozitivne prinose s otprilike jednakim trendom kretanja. Zamjećuje se rastući trend od 2007. do 2009. godine kada promatrani novčani fondovi doživljavaju svoj vrhunac s prinosima preko 8%, nakon čega slijedi trend opadanja prinosa s malim varijacijama sve do danas. U posljednjoj promatranoj godini zabilježeni su najniži prinosi i iznosili su manje od 1% kod sva tri promatrana fonda, što je vrlo zabrinjavajući i demotivirajući podatak za sadašnje i buduće ulagače. Od svih novčanih fondova koji ovog trenutka posluju u hrvatskoj ni jedan se po prinosima znatno ne razlikuje od odabranih i prikazanih novčanih fondova.

#### 4.2.4.2. *Prinosi odabranih obvezničkih fondova*

Odabrani obveznički fondovi za prikaz kretanja prinosa obvezničkih fondova su: ZB bond, PBZ bond i HPB obveznički fond. Na sljedećem grafikonu nalaze se podaci o prosječnim godišnjim prinosima te indikatori rizika za odabrane obvezničke fondove.

*Tablica 5. Odabrani obveznički fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi*

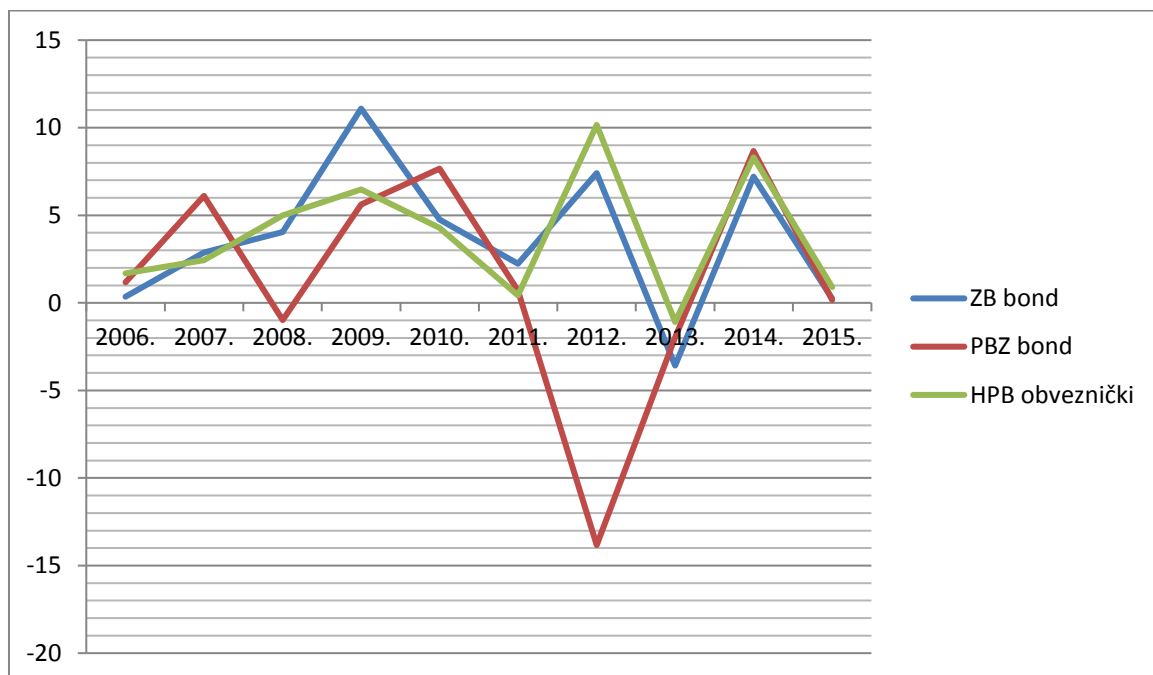
|                            | <b>ZB bond</b> | <b>PBZ Bond fond</b> | <b>HPB Obveznički</b> |
|----------------------------|----------------|----------------------|-----------------------|
| <b>VaR-rizičnost fonda</b> | 0,95%          | 0,86%                | 0,77%                 |
| <b>SRRI indikator</b>      | 3              | 4                    | 3                     |
| <b>Zadnjih 12 mjeseci</b>  | 5,59%          | 3,16%                | 3,83%                 |
| <b>Zadnja 24 mjeseca</b>   | 10,52%         | 8,71%                | 7,65%                 |
| <b>PGP 3 godine</b>        | 4,17%          | 5,73%                | 5,26%                 |
| <b>PGP 5 godina</b>        | 3,67%          | -0,69%               | 4,00%                 |
| <b>PGP od osnutka</b>      | 4,50%          | 2,50%                | 4,29%                 |

Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Navedeni fondovi prvenstveno ulažu u obveznice i to velikom većinom na domaćem tržištu. ZB bond je jedini od navedenih koji dio svoje imovine trenutno

ulaže na inozemnom tržištu, udjelom od 11,2%. Prema valutnoj izloženosti, kod sva tri fonda prevladava euro, a slijede hrvatska kuna i američki dolar. S obzirom na strukturu ulaganja riječ je o fondovima približno jednakih karakteristika, ali kroz promatrano razdoblje fondovi se ipak dosta razlikuju po prinosima. Indikatori rizika, prikazani na tablici nešto su izraženiji od onih kod novčanih fondova, pa se shodno tome, mogu zamijetiti i negativni prinosi, posebice kod PBZ bond-a koji je u 2012. godini bilježio negativni prinos od 13,83%. Zanimljivo je kako su u toj godini ostala dva fonda bilježila relativno visoke prinose za obvezničke fondove, ZB bond 7,41%, te HPB obveznički 10,16%, što ukazuje na važnost strukture ulaganja, te na činjenicu da zbivanja na tržištu ne moraju jednako utjecati na sve fondove. Na sljedećem grafikonu prikazano je kretanje godišnjih prinosa odabranih obvezničkih fondova.

*Grafikon 26. Kretanje godišnjih prinosa odabranih obvezničkih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Ukupno gledajući prinosi su uglavnom pozitivni kroz promatrano razdoblje, a 2013. godina je jedina godina u kojoj su kod sva tri promatrana fonda zabilježeni negativni prinosi. Nakon neuspješne 2013. godine zabilježeni su prinosi oko 8% u 2014. godini, dok je 2015. godina donijela niske prinose, sve redom ispod 1%. Upravo na primjeru posljednje 3 godine može se uvidjeti važnost ulaganja na duži

period. Usprkos povremenim negativnim prinosima, sva tri fonda od osnutka bilježe pozitivan prosječan godišnji prinos te on iznosi 4,5% za ZB bond, 2,5% za PBZ bond, te 4,29% za HPB obveznički fond.

#### 4.2.4.3. Prinosi odabranih dioničkih fondova

Dionički fondovi najrizičnija su kategorija fondova, na što ukazuju i dolje navedeni indikatori rizika odabranih dioničkih fondova. Odabrani fondovi uglavnom svoju imovinu ulažu u dionice, i to u različitim segmentima gospodarstva, te im je stoga sektorska struktura vrlo raznolika. Na sljedećoj tablici prikazani su odabrani dionički fondovi s pridruženim indikatorima rizika i prosječnim godišnjim prinosima.

Tablica 6. Odabrani dionički fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi

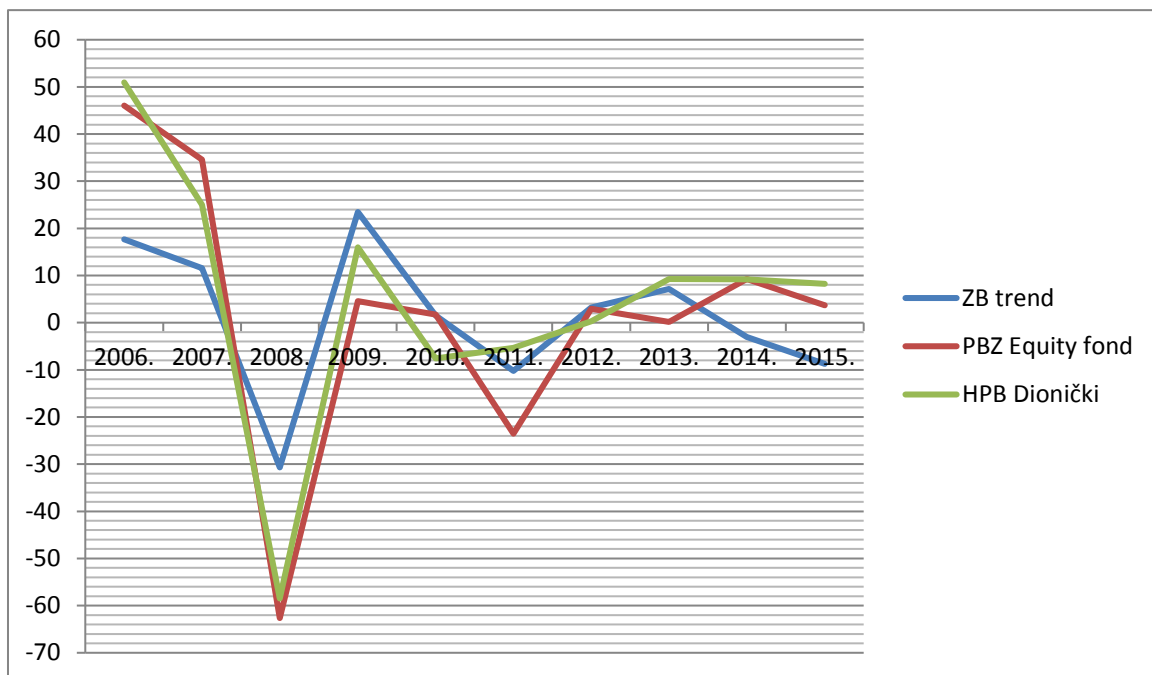
|                            | ZB trend | PBZ Equity fond | HPB Dionički |
|----------------------------|----------|-----------------|--------------|
| <b>VaR-rizičnost fonda</b> | 6,39%    | 3,25%           | 3,08%        |
| <b>SRRI indikator</b>      | 5        | 4               | 4            |
| <b>Zadnjih 12 mjeseci</b>  | -14,18%  | 0,90%           | 6,82%        |
| <b>Zadnja 24 mjeseca</b>   | -19,66%  | 10,15%          | 17,83%       |
| <b>PGP 3 godine</b>        | -3,41%   | 5,28%           | 6,48%        |
| <b>PGP 5 godina</b>        | -3,48%   | -2,58%          | 1,73%        |
| <b>PGP od osnutka</b>      | 3,44%    | -2,44%          | 0,32%        |

Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

PBZ Equity fond i HPB dionički najveći dio svoje imovine ulažu na domaćem tržištu te su valutno najviše izloženi kuni, dok je ZB trend pretežno orijentiran na inozemstvo, posebice na tržište SAD-a, te je samim time valutno najviše izložen američkom dolaru. Prosječni godišnji prinosi odabranih fondova su poprilično različiti. ZB trend posljednje dvije godine bilježi izuzetno visoke negativne prinose pa su stoga

i negativni prosječni godišnji prinosi unazad tri i pet godina. PBZ Equity fond i HPB Dionički posljednjih godina bilježe znatno više prosječne godišnje prinose, no gledajući ukupno od osnutka ZB trend bilježi najviši prosječni godišnji prinos od 3,44%. Na sljedećem grafikonu prikazano je kretanje godišnjih prinosa odabranih dioničkih fondova.

*Grafikon 27. Kretanje godišnjih prinosa odabranih dioničkih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Vidljivo je da su fondovi u promatranom razdoblju bilježili vrlo izražene uspone i padove. Prije nastupanja gospodarske krize fondovi su bilježili enormne prinose, pa je tako od odabranih, HPB dionički fond 2006. godine zabilježio prinos od 50,95%. Nakon te godine prinosi su se drastično smanjili te su 2008. godine uslijed gospodarske krize fondovi ostvarivali negativne prinose od preko 60%. Već sljedeće godine fondovi bilježe pozitivne prinose, no ne uspijevaju ih zadržavati te bilježe uspone i padove sve do 2015. godine. ZB trend ima najviši prosječni godišnji prinos od osnutka, no od 2013. godine bilježi pad prinosa, te u 2015. godini ostvaruje negativne prinose od čak 8,71%, dok PBZ Equity fond i HPB dionički posljednjih godina ostvaruju solidne pozitivne prinose, što strategiju ulaganja na domaćem i



europskom tržištu u ovom trenutku čini uspješnijom od strategije ulaganja na tržištu SAD-a.

#### 4.2.4.4. *Prinosi odabranih mješovitih fondova*

Za prikaz mješovitih fondova odabrani su fondovi prikazani u sljedećoj tablici. Odabrani mješoviti fondovi bilježe nešto niže, ali ne odstupaju puno od indikatora rizika dioničkih fondova.

*Tablica 7. Odabrani mješoviti fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi*

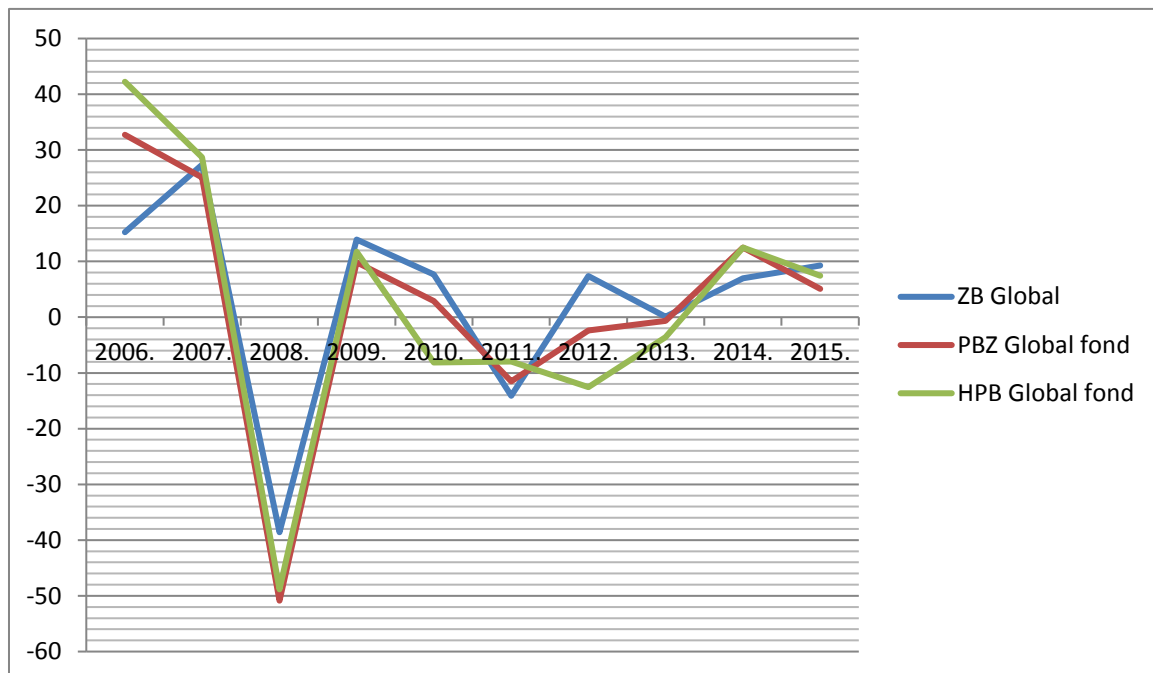
|                            | <b>ZB Global</b> | <b>PBZ Global</b> | <b>HPB Global</b> |
|----------------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>VaR-rizičnost fonda</b> | 2,45%            | 4,37%             | 2,04%             |
| <b>SRRI indikator</b>      | 4                | 4                 | 4                 |
| <b>Zadnjih 12 mjeseci</b>  | 6,64%            | -1,35%            | 8,10%             |
| <b>Zadnja 24 mjeseca</b>   | 14,47%           | 12,18%            | 18,78%            |
| <b>PGP 3 godine</b>        | 6,39%            | 5,44%             | 6,67%             |
| <b>PGP 5 godina</b>        | 3,27%            | -0,59%            | -2,08%            |
| <b>PGP od osnutka</b>      | 3,41%            | 3,45%             | -0,55%            |

Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

ZB Global i HPB Global imaju relativno sličnu strukturu ulaganja, geografski orijentiranu na domaće tržište i tržišta susjednih zemalja s ulaganjima u obveznice i dionice. Razlikuje ih valutna izloženost, pri čemu je HPB Global orijentiran na ulaganja u kunama, dok je ZB Global više izložen stranim valutama, euru i dolaru. PBZ Global je nešto više orijentiran na inozemna tržišta razvijenih zemalja Europe i svijeta, te je valutno izložen euro i dolaru, a imovinu prvenstveno ulaže u druge fondove, pa zatim u obveznice. Na tablici je vidljivo da posljednje dvije godine odabrani mješoviti fondovi bilježe vrlo visoke prinose, ZB Global 14,47%, PBZ Global 12,18% i HPB Global 18,78%, što je znatno bolje od prethodno odabranih i

prikazanih dioničkih fondova. PGP od osnutka negativan je jedino kod HPB Global fonda, dok ZB Global bilježi PGP od 3,41%, a PBZ Global 3,45%. Na sljedećoj tablici prikazano je kretanje godišnjih prinosa odabranih mješovitih fondova kroz razdoblje od deset godina.

*Grafikon 28. Kretanje godišnjih prinosa odabranih mješovitih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/usporedba-fondova>

Vidljivo je da su mješoviti fondovi također bilježili vrlo visoke prinose neposredno prije gospodarske krize, no za vrijeme iste, doživjeli su istu sudbinu kao i dionički fondovi te su zabilježili vrlo visoke negativne prinose do 50%. Slijedio je oporavak, no 2011., za HPB Global i 2012. godina, također je bila obilježena vrlo visokim negativnim prinosima. Posljednje dvije godine obilježene su pozitivnim prinosima kod svih promatranih fondova.

Promatrajući ukupno, od svih prikazanih fondova tokom promatranog razdoblja, novčani fondovi bilježili su najstabilnije prinose, odnosno prinose s najmanje varijacijom, no s trendom opadanja od 2009. godine pa sve do danas, kada su njihovi prinosi izrazito niski te kao takvi sve manje primamljivi trenutnim i potencijalnim ulagačima. Obveznički fondovi imali su sličan trend kretanja prinosa

kao i novčani s nešto izraženijim varijacijama. Sudeći po prinosima u posljednjoj promatranoj godini obveznički fondovi također ne djeluju primamljivo za ulaganje, a i činjenica da su im ulaganja prvenstveno orijentirana na domaće državne obveznice, u situaciji lošeg stanja državne vlasti, također im ne ide u prilog. Dionički i mješoviti fondovi bilježili su najveća odstupanja tijekom promatranog razdoblja, s razdobljima negativnih prinosa, no u određenim periodima bilježili su solidne pozitivne prinose, zanimljive potencijalnim ulagačima, što je bio slučaj i u posljednje dvije godine. Prema trendu kretanja prinosa posljednjih godina, moglo bi se reći da je trenutno pogodnije vrijeme za ambicioznije ulagače sklonije nešto većem riziku, nego za one kojima je cilj ostvarivati manje, ali sigurnije prinose. Ovi drugi mogu svoja sredstva uz isto tako mali rizik bolje oploditi nekim drugim oblicima ulaganja, što će biti vidljivo u nastavku.

#### **4.3. Usporedba prinosa otvorenih investicijskih fondova i alternativnih ulaganja**

Kao najsirodniji alternativni načini ulaganja s određenim prednostima i nedostacima u odnosu na otvorene investicijske fondove, javljaju se: direktna investiranja u vrijednosne papire, oročena štednja, dobrovoljni mirovinski fondovi, ulaganja u nekretnine te u plemenite kovine.

Direktna investiranja u vrijednosne papire vrše se preko brokerskih kuća posredstvom brokera, koji na nalog klijenta, kupuje ili prodaje vrijednosne papire. Ulaganja mogu biti rezultat vlastitih procjena ulagača o kretanjima na tržištu, a ukoliko ulagač nema vremena, ne posjeduje znanje i nema iskustva, te mu je potreban savjet glede investicijskog pozicioniranja na tržištima kapitala, isti može potražiti kod brokerskih kuća koje nude investicijska savjetovanja. Osim savjetovanja, investicijska društva pružaju i uslugu profesionalnog upravljanja imovinom, formiranjem optimalnog portfelja prema investicijskim preferencijama i sklonostima riziku ulagača. Prednost kod direktnog ulaganja u vrijednosne papire je potpuna sloboda ulaganja, glede portfelja te iznosa ulaganja. Prednost se u odnosu na otvorene investicijske fondove također može uvidjeti u mogućnosti ostvarivanja većih prinosa zbog manje diversifikacije. Međutim, zbog manje diversifikacije, kolebanje

pojednog vrijednosnog papira ima veći utjecaj na vrijednost portfelja, što može rezultirati i većim gubicima. Brokerske provizije više su u odnosu na provizije kod otvorenih investicijskih fondova, a i samo investiranje zahtjeva veća sredstva. Nedostatak se može uvidjeti i u situacijama hitnosti za uložnim sredstvima, gdje može doći do prisilne prodaje vrijednosnih papira u nepovoljnom trenutku, te se lako mogu ostvariti gubici<sup>108</sup>. Na sljedećoj tablici prikazano je kretanje cijena i prinosa odabranih dionica, koje ukazuje na brze i drastične promjene cijena i prinosa u kratkom vremenskom periodu.

*Tablica 8. Kretanje cijena dionica odabranih poduzeća u razdoblju od 2012. do 2016. godine* <sup>109</sup>.

|          | LEDO-R-A |        | VPIK-R-A |         | DLKV-R-A |         |
|----------|----------|--------|----------|---------|----------|---------|
| Godina   | Cijena   | Prinos | Cijena   | Prinos  | Cijena   | Prinos  |
| 2012.    | 5000,05  | 53,99% | 56,00    | 76,41%  | 129,00   | -47,04% |
| 2013.    | 7700,00  | 7,01%  | 98,79    | 15,80%  | 68,32    | -31,97% |
| 2014.    | 8240,00  | -1,09% | 114,40   | -28,84% | 36,35    | -59,36% |
| 2015.    | 8150,01  | 10,42% | 81,41    | -44,72% | 14,77    | -9,61%  |
| 2016.    | 9000,00  |        | 45,00    |         | 13,35    |         |
| Promjena | 3.999,95 | 79,99% | -11,00   | -19,64% | -115,65% | -89,65% |

Izvor. Izrada temeljem podataka Zagrebačke burze, <http://zse.hr/>

Cijena dionice Leda u uzlaznom je trendu, uz malu stagnaciju u 2015. godini, te je u promatranom razdoblju ostvarila rast od čak 80%. Ulaganje u ovu dionicu primjer je uspješnog ulaganja i ostvarenja visokog prinosa u vrlo kratkom periodu, kakav je kod otvorenih investicijskih fondova zbog velike diversifikacije portfelja gotovo nemoguć. Kod cijene dionice VUPIK-a vidljiv je nagli porast u 2012. i 2013. godini, nakon čega dolazi do naglog pada, te su ulagači ukoliko nisu na vrijeme prodali dionice, ostvarili gubitke, jer u promatranom razdoblju cijena dionice je

<sup>108</sup> hrfondovi.com, [http://hrfondovi.com/?site=usporedba\\_s\\_drugim\\_investigijama&name=Usporedba%20s%20drugim%20investicijama%20-](http://hrfondovi.com/?site=usporedba_s_drugim_investigijama&name=Usporedba%20s%20drugim%20investicijama%20-), (pristupljeno 5. lipnja 2016.)

<sup>109</sup> Cijene dionica prikazane su prema podacima za 2.1. svake od prikazanih godina. Prinosi su prikazani kao postotno povećanje ili smanjenje cijene dionica u odnosu na godinu dana ranije. Promjena podrazumijeva ukupno povećanje ili smanjene cijene dionica i prinosa od prve do posljednje godine promatranja.

ukupno pala za 19,64%. Vrlo je bitno pratiti zbivanja i promjene koje bi mogle utjecati na poslovanje društava u čije dionice se ulaže, te odrediti pravi trenutak za prodaju. Dionica Dalekovoda primjer je dionice koja je kroz cijelo promatrano razdoblje gubila na vrijednosti, te ukupno ostvarila pad cijene od gotovo 90%. Ulaganje u takvu dionicu u promatranom razdoblju bio je veliki promašaj, te je upravo zbog takvih pogrešnih ulaganja bitno posjedovati portfelj dionica kako zbog male diversifikacije ne bi došlo do velikih gubitaka, odnosno kako bi se prinosima na određenim dionicama pokrili eventualni gubici kod drugih. Ovakav način ulaganja puno je rizičniji no potencijalno profitabilniji od bilo kojeg oblika ulaganja u investicijske fondove, pogodan za ulagače sklone većem riziku.

Ulaganje u vidu oročenih depozita kod banaka vrlo je popularan oblik ulaganja, posebice kod manje ambicioznih i riziku manje podložnim ulagačima. Kod ovakvog oblika ulaganja aktualno je osiguranje depozita od strane Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka koja štiti od gubitka depozita u slučaju propasti kreditne institucije u kojoj su deponirana sredstva, što je prednost u odnosu na otvorene investicijske fondove gdje ne postoji nikakva zaštita. Depozit je osiguran kod svake kreditne institucije koja djeluje u hrvatskoj, a osiguran je najviše do iznosa od 100.000 eura u kunsnoj protuvrijednosti po srednjem tečaju HNB-a na dan nastupa osiguranog slučaja<sup>110</sup>. Prednost oročene štednje u odnosu na otvorene investicijske fondove može se iskazati unaprijed poznatim iznosima kamata, tako da ulagač sa sigurnošću zna s kojim iznosom će raspolagati istekom oročenog razdoblja. Nedostatak u odnosu na otvorene investicijske fondove je u vrlo niskim kamatama, posebice kod kratkoročnog razdoblja oročavanja, te u ograničenoj dostupnosti oročenog depozita. Prilikom prijevremenog raskida ugovara neke banke nameću izlazne naknade ili kamatu obračunavaju proporcionalno trajanju ugovora, a ne prema unaprijed dogovorenoj kamati<sup>111</sup>. Dogovorena kamata razlikuje se ovisno o periodu ulaganja, valuti u kojoj se ulaže te visini oročenog depozita, a sve od navedenog vidljivo je na sljedećoj tablici koja prikazuje kretanja visine kamatnih stopa na oročenu štednju na primjeru PBZ banke.

---

<sup>110</sup> Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka, <http://www.dab.hr/osiguranje-depozita>, (pristupljeno 5. lipnja 2016.)

<sup>111</sup> hrfondovi.com, [http://hrfondovi.com/?site=usporedba\\_s\\_drugim\\_investicijama&name=Usporedba%20s%20drugim%20investicijama%20-](http://hrfondovi.com/?site=usporedba_s_drugim_investicijama&name=Usporedba%20s%20drugim%20investicijama%20-), (pristupljeno 5. lipnja 2016. )

Tablica 9. Kamatne stope na oročenu štednju PBZ banke važeće od 01.03.2016. do 30.06.2016. godine

| <b>Kunska štednja</b>            |                          |          |          |           |              |              |              |
|----------------------------------|--------------------------|----------|----------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Deponirani iznos u HRK</b>    | <b>Period oročavanja</b> |          |          |           |              |              |              |
|                                  | <b>1</b>                 | <b>3</b> | <b>6</b> | <b>12</b> | <b>13-18</b> | <b>19-24</b> | <b>25-36</b> |
| <b>500,00 - 49.999,99</b>        | 0,5                      | 0,8      | 1,05     | 1,30      | 1,40         | 1,55         | 1,75         |
| <b>50.000,00 - 199.999,99</b>    | 0,55                     | 0,85     | 1,15     | 1,40      | 1,50         | 1,65         | 1,85         |
| <b>200.000,00 i više</b>         | 0,6                      | 0,95     | 1,20     | 1,50      | 1,55         | 1,75         | 1,95         |
| <b>Devizna štednja</b>           |                          |          |          |           |              |              |              |
| <b>Deponirani iznos u eurima</b> | <b>Period oročavanja</b> |          |          |           |              |              |              |
|                                  | <b>1</b>                 | <b>3</b> | <b>6</b> | <b>12</b> | <b>13-18</b> | <b>19-24</b> | <b>25-36</b> |
| <b>500,00 - 4.999,99</b>         | 0,15                     | 0,20     | 0,25     | 0,45      | 0,60         | 0,65         | 0,75         |
| <b>5.000,00 - 24.999,99</b>      | 0,20                     | 0,25     | 0,30     | 0,60      | 0,80         | 0,85         | 0,95         |
| <b>25.000,00 i više</b>          | 0,25                     | 0,30     | 0,38     | 0,70      | 0,85         | 0,90         | 1,05         |

Izvor: Izrada temeljem podataka PBZ banke, [https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/gradjani/stednja/letak\\_kamatne\\_stope\\_01\\_03\\_2016\\_1.pdf](https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/gradjani/stednja/letak_kamatne_stope_01_03_2016_1.pdf)

Vidljivo je da je štednja u kunama obilježena višim kamatnim stopama, također što je dulji period ulaganja i veći iznos deponiranog novca to je veća i kamatna stopa. Visina kamatnih stopa je trenutno niska, s obzirom na prethodna razdoblja kad je iznosila i do 3% više. Uspoređujući kamatne stope s prinosima otvorenih investicijskih fondova može se reći da je oročena štednja zasigurno sigurniji oblik ulaganja, no prinosi su vrlo niski, posebno promatrajući kraći period ulaganja. S ovakvim prinosima oročena štednja može parirati samo novčanim otvorenim investicijskim fondovima, koji zadnjih godina bilježe vrlo male prinose, no za očekivati

je da ostali oblici otvorenih fondova bez obzira na moguće negativne prinose, na duži period zasigurno donose veću zaradu.

Prema Zakonu o mirovinskom osiguranju (Narodne novine br. 157/2013, 151/2014, 33/2015 i 93/2015) sustav mirovinskog osiguranja u hrvatskoj se zasniva na tri stupa, prva dva su obvezna dok je treći dobrovoljan te kao takav spada među alternativne oblike ulaganja otvorenim investicijskim fondovima. U hrvatskoj trenutno posluje šest dobrovoljnih otvorenih mirovinskih fondova. Imovinu mirovinski fond ulaže prema ulagačkoj politici u skladu sa zakonskim odredbama koje jasno određuju način na koji mirovinski fondovi mogu ulagati, te propisuje strukturu ulaganja prema vrsti imovine, državama i regijama, valutama, gospodarskim sektorima i ostalom. Imovina se najvećim dijelom ulaže u financijske instrumente s fiksnim prinosom, obveznice i instrumente tržišta novca, a manjim djelom u dionice i dioničke fondove, te su zbog toga mirovinski fondovi podložni raznim rizicima, jednako kao i otvoreni investicijski fondovi, što predstavlja mogućnost da prinos od ulaganja bude nezadovoljavajući ili negativan<sup>112</sup>. Prema Zakonu o dobrovoljnim mirovinskim fondovima (Narodne novine, br. 19/14), država potiče ulaganje u dobrovoljnu mirovinsku štednju poticajnim sredstvima u iznosu od 15% godišnje od ukupno uplaćenog doprinosa pojedinog člana fonda do najviše 750,00 kn. Također, pravne osobe i obrtnici ulagači dobrovoljnog mirovinskog fonda imaju pravo korištenja porezne olakšice u visini od 500 kuna mjesečno, čime je dobrovoljna mirovinska štednja jedini oblik štednje s dvije vrste državnih poticaja<sup>113</sup>. Specifična karakteristika dobrovoljnih mirovinskih fondova je ta što sredstva nisu dostupna ulagaču do navršanih 50 godina starosti, osim u slučaju nastupanja invalidske mirovine, što se može okarakterizirati kao nedostatak u odnosu na otvorene investicijske fondove. U trenutku preuzimanja mirovine, moguće je zatražiti djelomičnu jednokratnu isplatu do najviše 30% uštedjenih sredstava, dok se ostali dio isplaćuje kao dodatak na mirovinu prema jednom od više mogućih oblika isplate<sup>114</sup>. Sa svim pogodnostima koje nude, mirovinski fondovi čine se zanimljivim oblikom ulaganja, no ipak najzanimljiviji i najvažniji pokazatelj prilikom odluke za takvu vrstu ulaganja su njihovi prinosi. Na

---

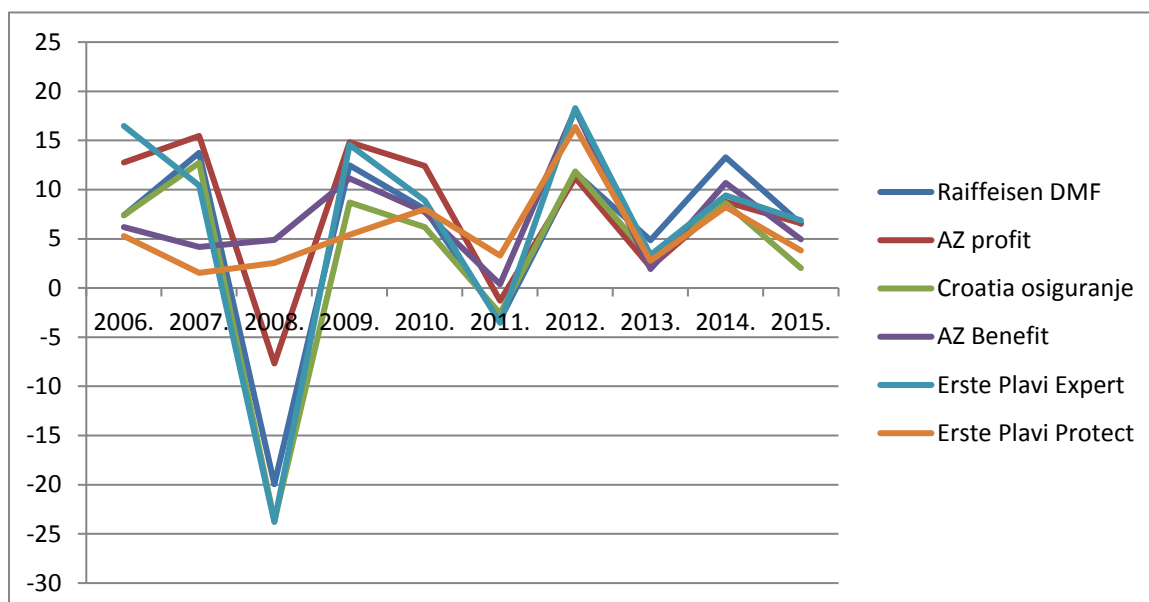
<sup>112</sup> Raiffeisen, Mirovinski fondovi, <http://www.rm.f.hr/default.aspx?id=275>, (pristupljeno 5. lipnja 2016.)

<sup>113</sup> Republika Hrvatska, Ministarstvo financija, <http://www.mfin.hr/hr/mirovinski-fondovi>, (pristupljeno 5. lipnja 2016.)

<sup>114</sup> Raiffeisen, Mirovinski fondovi, <http://www.rm.f.hr/default.aspx?id=143>, (pristupljeno 5. lipnja 2016.)

sljedećem grafikonu prikazani su prinosi odabranih dobrovoljnih mirovinskih fondova kroz desetogodišnje razdoblje poslovanja.

*Grafikon 29. Kretanje godišnjih prinosa dobrovoljnih mirovinskih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine*



Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/mirovinski-fondovi>

Vidljivo je da otprilike isti trend prati sve dobrovoljne otvorene mirovinske fondove. Izuzev AZ Benefit-a i Erste Plavi Protect-a, 2008. godine mirovinski fondovi ostvarili su negativne prinose, no puno prihvatljivije od prinosa koje su u tom razdoblju ostvarivali dionički i mješoviti otvoreni investicijski fondovi. Negativni prinosi zabilježeni su samo još 2011. godine, dok je preostalo promatrano razdoblje prožeto sa pozitivnim, nerijetko i visokim prinosisima. Na sljedećoj tablici prikazani su prinosi dobrovoljnih otvorenih mirovinskih fondova u posljednje 3 godine.



Tablica 10. Prinosi dobrovoljnih otvorenih mirovinskih fondova u posljednje 3 godine poslovanja

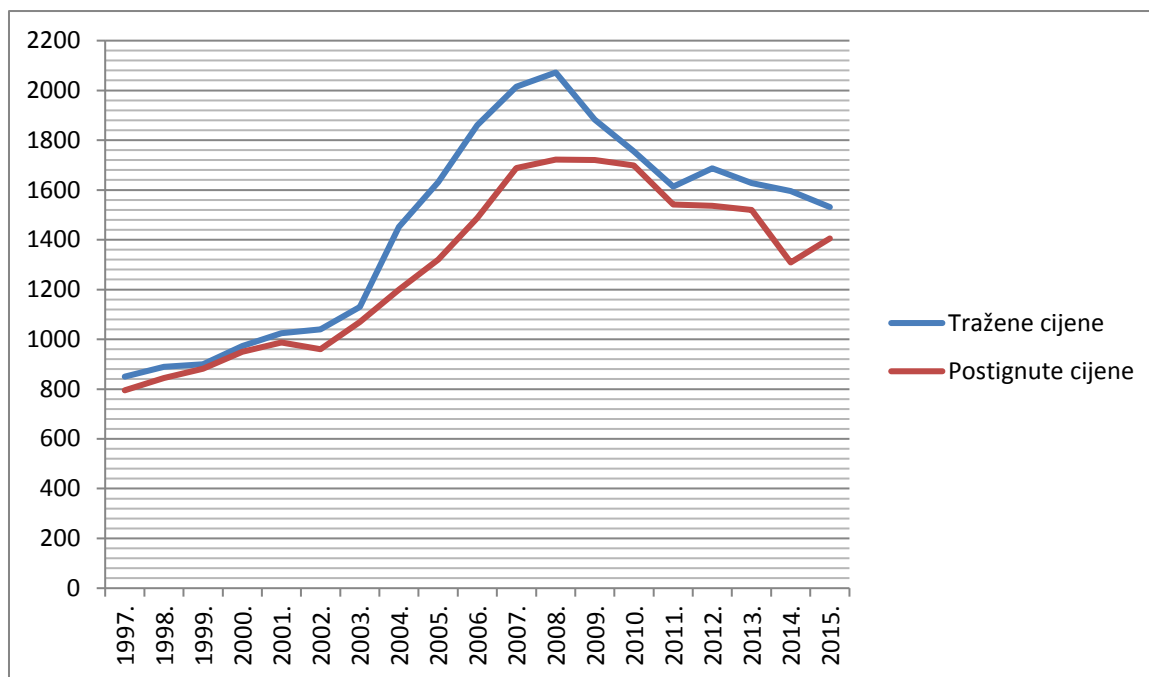
|                           | <b>Raiffeisen DMF</b> | <b>AZ Profit</b> | <b>Croatia osiguranje</b> | <b>AZ Benefit</b> | <b>Erste Plavi Expert</b> | <b>Erste Plavi Protekt</b> |
|---------------------------|-----------------------|------------------|---------------------------|-------------------|---------------------------|----------------------------|
| <b>Zadnjih 12 mjeseci</b> | 1,64%                 | 1,21%            | 0,24%                     | 3,39%             | 4,41%                     | 5,09%                      |
| <b>Zadnja 24 mjeseca</b>  | 11,70%                | 10,29%           | 5,90%                     | 12,03%            | 14,32%                    | 10,29%                     |
| <b>PGP 3 godine</b>       | 7,27%                 | 4,98%            | 4,11%                     | 6,37%             | 6,23%                     | 5,41%                      |

Izvor: Izrada temeljem statističkih podataka Hrportfolia, <http://www.hrportfolio.hr/mirovinski-fondovi>

Vidljivo je da su prosječni godišnji prinosi u posljednje 3 godine na vrlo visokoj su razini, u rangu sa najboljim dioničkim i mješovitim prinosima, s nižom izloženošću riziku, što ulaganje u otvorene mirovinske fondove čini atraktivnom i boljom opcijom od ulaganja u bilo koji oblik otvorenih investicijskih fondova ukoliko ulagač nema potrebe za skorim korištenjem uloženi sredstava, a želi si osigurati dodatna primanja u budućnosti.

Ulaganje u nekretnine također je jedan od načina ulaganja koji može biti alternativa ulaganju u otvorene investicijske fondove, s manje rizika i stabilnim prinosima. Naravno to ne vrijedi za svaku nekretninu i pod svim uvjetima. U nekretnine nužno ne ulažu samo oni sa viškom novčanih sredstava, građani koji su kreditno sposobni, a već imaju riješeno stambeno pitanje, također mogu pristupiti takvom obliku ulaganja sa sigurnošću da će se ono dugoročno isplatiti. Iznajmljivanjem takve nekretnine, rata kredita ili barem njezin dio može se pokrивati najamninom, a u konačnici nekretnina ostaje u vlasništvu, raspoloživa za prodaju. U hrvatskoj je ulaganje u nekretnine posebice interesantno i isplativo u velikim gradovima te na obalnom području, gdje je uslijed ljetne sezone vrlo lako popuniti kapacitete i ostvariti prihode. Zarada nekretninama ne mora biti samo u obliku ubiranja najamnina, već i njezinom prodajom. Ukoliko su cijene nekretnina rasle u periodu posjedovanja određene, postoji mogućnost lijepe zarade na razlici prodajne i kupovne cijene. Na sljedećem grafikonu prikazano je kretanje traženih i postignutih cijena nekretnina u razdoblju od 1997. do 2015. godine.

Grafikon 30. Kretanje traženih i postignutih cijena nekretnina od 1997. do 2015. godine



Izvor: Izrada temeljem podataka Burze nekretnina, <http://www.burza-nekretnina.com/statistike>

Na grafikonu je vidljiv rast cijena nekretnina bilježen od 1997. do 2008. godine, te ukoliko je nekretnina bila kupljena početkom tog perioda, a prodana krajem, ostvaren je prinos od preko 100%. Gospodarska kriza značajno je utjecala na cijene nekretnina, te su one od 2008. godine u konstantnom padu sve do danas, za razliku od prinosa otvorenih investicijskih fondova koji su se u tom periodu uz male turbulencije ipak stabilizirali i ostvaruju pozitivne prinose. U narednom periodu prema BN indeks-u<sup>115</sup>, očekuje se i daljnji pad cijena nekretnina, ali u nešto manjem postotku nego prethodnih godina. Za očekivati je da će se u narednim godinama zaustaviti taj negativan trend, uslijed laganog rasta BDP-a, te činjenici da će se zbog članstva u Europskoj uniji sve više smanjivati prepreke i olakšati strancima pristup kupnji nekretnina, što bi moglo podići cijene nekretnina, posebice na obalnom

<sup>115</sup> BN indeks je jedinstveni indeks koji prati kretanja cijena stambenih nekretnina na području Republike Hrvatske. BN indeks se temelji na podacima postignutih cijena tipičnih nekretnina na tipičnim lokacijama iz baze Burze nekretnina. BN indeks se objavljuje jednom mjesečno. Izvor: <http://www.burza-nekretnina.com/statistike> (pristupljeno 7. lipnja 2016.)

području<sup>116</sup>. S obzirom na navedeno, ulaganje u nekretnine čini se prilično sigurnom investicijom, što je vrlo važan faktor, možda u ovom trenutku i najvažniji prilikom odluke za investiranje.

Najunosniji oblik ulaganja u posljednjih 15 godina definitivno je ulaganje u plemenite kovine. Na sljedećim tablicama prikazane su godišnje promjene cijene srebra i zlata u posljednjih 15 godina.

*Slika 2. Godišnje promjene cijene srebra u različitim valutama u razdoblju od 2001. do 10. lipnja 2016. godine*

| Silver Price Performance: % Annual Change |        |        |        |        |        |        |        |        |        | Friday, June 10, 2016 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------|
|   | USD    | AUD    | CAD    | CHF    | CNY    | EUR    | GBP    | INR    | JPY    |                       |
| <b>2001</b>                               | -1.5%  | 7.9%   | 4.5%   | 2.4%   | -      | 4.6%   | 1.0%   | 1.3%   | -      |                       |
| <b>2002</b>                               | 1.6%   | -6.6%  | 1.3%   | -12.8% | -      | -12.3% | -6.7%  | 2.2%   | -      |                       |
| <b>2003</b>                               | 25.8%  | -5.7%  | 3.6%   | 10.8%  | -      | 4.8%   | 13.2%  | 18.2%  | -      |                       |
| <b>2004</b>                               | 13.9%  | 9.5%   | 5.8%   | 4.3%   | 16.6%  | 4.7%   | 5.4%   | 8.5%   | 6.3%   |                       |
| <b>2005</b>                               | 29.4%  | 43.4%  | 28.4%  | 53.3%  | 29.7%  | 52.1%  | 48.0%  | 38.2%  | 53.0%  |                       |
| <b>2006</b>                               | 46.6%  | 33.7%  | 46.4%  | 35.9%  | 41.1%  | 31.6%  | 28.8%  | 43.7%  | 48.0%  |                       |
| <b>2007</b>                               | 14.6%  | 3.5%   | -1.9%  | 6.5%   | 6.8%   | 3.6%   | 13.1%  | 2.0%   | 7.6%   |                       |
| <b>2008</b>                               | -23.0% | -4.3%  | -5.1%  | -27.2% | -28.9% | -19.5% | 4.4%   | -6.1%  | -37.6% |                       |
| <b>2009</b>                               | 47.6%  | 15.8%  | 26.4%  | 43.4%  | 47.6%  | 44.1%  | 34.5%  | 42.4%  | 51.4%  |                       |
| <b>2010</b>                               | 77.2%  | 58.0%  | 69.1%  | 60.9%  | 71.4%  | 91.1%  | 83.0%  | 70.6%  | 55.5%  |                       |
| <b>2011</b>                               | -10.2% | -10.8% | -8.1%  | -10.0% | -14.3% | -7.5%  | -10.6% | 6.4%   | -15.4% |                       |
| <b>2012</b>                               | 8.3%   | 7.1%   | 5.9%   | 5.9%   | 7.9%   | 6.6%   | 3.9%   | 12.0%  | 22.6%  |                       |
| <b>2013</b>                               | -35.9% | -25.2% | -31.2% | -37.5% | -37.6% | -38.5% | -37.0% | -27.3% | -21.9% |                       |
| <b>2014</b>                               | -19.6% | -12.6% | -12.4% | -10.8% | -17.9% | -9.0%  | -14.9% | -18.3% | -8.8%  |                       |
| <b>2015</b>                               | -11.5% | -1.0%  | 5.3%   | -11.2% | -7.5%  | -1.7%  | -6.6%  | -7.4%  | -11.2% |                       |
| <b>2016</b>                               | 25.7%  | 23.8%  | 15.1%  | 20.3%  | 26.2%  | 20.4%  | 28.4%  | 26.3%  | 11.2%  |                       |
| <b>Average</b>                            | 11.8%  | 8.5%   | 9.6%   | 8.4%   | 10.9%  | 10.9%  | 11.7%  | 13.3%  | 12.4%  |                       |
| <b>Total Return</b>                       | 277.2% | 185.2% | 220.5% | 125.9% | 134.7% | 214.9% | 292.9% | 439.6% | 181.5% |                       |

Izvor: <http://silverprice.org/silver-price-croatia.html>

<sup>116</sup> T. Striga, *KOMENTAR: Da li je isplativo ulagati u nekretnine?*, Poslovni plus, 2013., <http://www.poslovnipuls.com/2013/03/18/komentar-da-li-je-isplativo-ulagati-u-nekretnine/>, (pristupljeno 10. lipnja 2016.)

Slika 3. Godišnje promjene cijene zlata u različitim valutama u razdoblju od 2001. do 10. lipnja 2016. godine

| Gold Price Performance: % Annual Change |        |        |        |        |        |        |        |        |        | Friday, June 10, 2016 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------|
|   | USD    | AUD    | CAD    | CHF    | CNY    | EUR    | GBP    | INR    | JPY    |                       |
| <b>2001</b>                             | 2.0%   | 12.3%  | 8.7%   | 6.5%   | -      | 8.8%   | 5.0%   | 5.4%   | -      |                       |
| <b>2002</b>                             | 24.7%  | 13.3%  | 22.8%  | 5.7%   | -      | 6.4%   | 13.1%  | 23.9%  | -      |                       |
| <b>2003</b>                             | 21.1%  | -8.5%  | 0.6%   | 7.6%   | -      | 1.7%   | 9.9%   | 14.8%  | -      |                       |
| <b>2004</b>                             | 5.4%   | 1.4%   | -2.1%  | -3.5%  | 13.6%  | -3.1%  | -2.4%  | 0.5%   | 3.7%   |                       |
| <b>2005</b>                             | 20.0%  | 28.9%  | 15.4%  | 37.8%  | 21.3%  | 36.7%  | 33.0%  | 24.2%  | 37.6%  |                       |
| <b>2006</b>                             | 23.0%  | 12.6%  | 23.0%  | 14.2%  | 18.7%  | 10.6%  | 8.3%   | 20.8%  | 24.4%  |                       |
| <b>2007</b>                             | 30.9%  | 18.3%  | 12.1%  | 21.7%  | 23.3%  | 18.4%  | 29.2%  | 16.5%  | 22.9%  |                       |
| <b>2008</b>                             | 5.6%   | 31.3%  | 30.1%  | -0.1%  | -2.4%  | 10.5%  | 43.2%  | 28.8%  | -14.4% |                       |
| <b>2009</b>                             | 23.4%  | -3.0%  | 5.9%   | 20.1%  | 23.6%  | 20.7%  | 12.7%  | 19.3%  | 26.8%  |                       |
| <b>2010</b>                             | 27.1%  | 13.3%  | 21.3%  | 15.4%  | 22.8%  | 37.1%  | 31.4%  | 22.3%  | 11.4%  |                       |
| <b>2011</b>                             | 10.1%  | 10.2%  | 13.5%  | 11.2%  | 5.9%   | 14.2%  | 10.5%  | 31.1%  | 4.5%   |                       |
| <b>2012</b>                             | 7.0%   | 5.4%   | 4.3%   | 4.2%   | 6.2%   | 4.9%   | 2.2%   | 10.3%  | 20.7%  |                       |
| <b>2013</b>                             | -28.3% | -16.2% | -23.0% | -30.1% | -30.2% | -31.2% | -29.4% | -18.7% | -12.8% |                       |
| <b>2014</b>                             | -1.5%  | 7.7%   | 7.9%   | 9.9%   | 1.2%   | 12.1%  | 5.0%   | 0.8%   | 12.3%  |                       |
| <b>2015</b>                             | -10.4% | 0.4%   | 7.5%   | -9.9%  | -6.2%  | -0.3%  | -5.2%  | -5.9%  | -10.1% |                       |
| <b>2016</b>                             | 20.1%  | 18.8%  | 10.5%  | 15.4%  | 21.2%  | 15.5%  | 23.3%  | 21.2%  | 6.8%   |                       |
| <b>Average</b>                          | 11.3%  | 9.1%   | 9.9%   | 7.9%   | 9.2%   | 10.2%  | 11.9%  | 13.5%  | 10.3%  |                       |
| <b>Total Return</b>                     | 369.7% | 255.1% | 299.0% | 181.3% | 162.3% | 292.0% | 389.3% | 571.9% | 214.7% |                       |

Izvor: <http://goldprice.org/gold-price-croatia.html>

Promatrajući promjene cijena prikazanih u sljedećim tablicama za srebro i zlato, vidljive su i negativne promjene, no ukupno gledajući u promatranom razdoblju cijene zlata i srebra su višestruko porasle, te je najveći zabilježen porast cijene srebra od čak 439,6%, a zlata od 571,9% izražen u indijskoj rupiji. Razlog takvog kretanja cijene zlata i srebra leži u lošem ekonomskom stanju zemalja, uzrokovanom gospodarskom krizom 2008. godine, što je u potpunosti suprotno od utjecaja koji je imala na otvorene investicijske fondove, posebice one rizičnije naravi. U razdoblju od 2013. do 2015. godine cijene srebra i zlata uglavnom su bile u padu, no 2016. godina obilježena je novim rastom cijena posebice srebra. Dio raspoloživih sredstava uvijek je dobro uložiti u plemenite kovine, prvenstveno zbog diversifikacije rizika, jer stabilna vrijednost plemenitih kovina istinska je garancija trajne vrijednosti. Alan Greenspan, nekadašnji vođa američke emisijske banke rekao je: „Samo zlato i srebro su učinkovita zaštita vaše štednje od deprecijacije valuta zbog inflacije“<sup>117</sup>.

<sup>117</sup> Gdje investirati, [http://www.investicije.biz/zasto\\_investicijsko\\_zlato.html](http://www.investicije.biz/zasto_investicijsko_zlato.html), (pristupljeno 10. lipnja 2016.)

## 5. ZAKLJUČAK

Investirani novac generira novac, te se odgađanje ulaganja slobodnih novčanih sredstava može generirati kao gubitak vrijednosti, jer novac danas vrijedi više nego u budućnosti. Na financijskom tržištu nudi se mnogo oblika potencijalnih ulaganja, a na ulagaču je da odluči kakav oblik ulaganja mu najviše odgovara. Jedan od zanimljivijih i sigurnijih oblika ulaganja zasigurno je ulaganje u otvorene investicijske fondove na što je ukazano u radu. Zanimljivost ulaganja proizlazi iz različitih karakteristika pojedinih vrsta otvorenih investicijskih fondova, te se svako može pronaći u ulozi ulagača, proporcionalno s vlastitim ambicijama, nužnosti za dodatnim sredstvima, strpljenju, sklonosti riziku i drugim osobinama, bez obzira na visinu raspoloživih sredstava. Otvoreni investicijski fondovi imaju dugu tradiciju postojanja u svijetu, a u hrvatskoj će uskoro slaviti dvadesetu obljetnicu uspješnog poslovanja. Poslovanje otvorenih investicijskih fondova u hrvatskoj, kao i poslovanje društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima strogo je regulirano zakonima i propisima, koji su se mijenjali u proteklim godinama, prilagođavajući se potrebama brzorastuće industrije fondova, te standardima i regulativama koje su nametnute od strane Europske Unije, čime se postiže viša razina zaštite ulagača. U dosadašnjem poslovanju, otvoreni investicijski fondovi u hrvatskoj bilježili su uspone i padove glede ostvarenih prinosa koji su ujedno i glavni razlog ulaganja, no ukupno gledajući, dugoročna ulaganja donose pozitivne prinose. Najveći neuspjeh fondovi bilježe 2008. godine, kada je uslijed gospodarske krize ukupna imovina otvorenih investicijskih fondova pala za dvije trećine dotadašnje, nakon čega je u konstantnom porastu no nije ni blizu onoj razini iz godine prije krize. Najveći porast neto imovine bilježe nisko rizični fondovi, što ukazuje na trenutno aktualniji sigurniji način ulaganja, no ekonomskom stabilizacijom i gospodarskim rastom koji se predviđa u budućnosti, za pretpostaviti je da će se ulagači odvažiti i više sredstava plasirati u nešto riskantnije fondove, što bi značilo da će se u narednim godinama mijenjati ukupna struktura ulaganja otvorenih investicijskih fondova. Smatram da će gospodarski rast utjecati na povećanje neto imovine otvorenih investicijskih fondova u narednim godinama, a doprinos povećanju će pretpostavljam dati i činjenica da je informiranost o mogućim ulaganjima, usred tehnološkog napretka koji je omogućio pristup internetu gotovo svima i na svakom koraku, na sve višem nivou. Podaci o poslovanju otvorenih

investicijskih fondova sve su ažurniji i lako dostupni na službenim stranicama, kako društava za upravljanje investicijskim fondovima, tako i na određenim financijskim portalima. Prijetnja ulaganju u otvorene investicijske fondove očituje se ulaganjima u alternativne oblike, koji sa sobom nose određene prednosti i nedostatke u odnosu na ulaganje u fondove, te su u određenim ekonomskim uvjetima neki od njih primamljiviji ulagačima što zbog sigurnosti ulaganja, što zbog mogućih ostvarenih prinosa. Fondovska industrija konstantno se razvija i unaprjeđuje, postoji sve više različitih oblika otvorenih investicijskih fondova, s različitom strukturom ulaganja, različitim mogućim prinosima i rizicima, s vrlo visokom diversifikacijom, koju je gotovo nemoguće postići drugim oblicima ulaganja, te će stoga ulaganje u otvorene investicijske fondove uvijek biti zanimljivo potencijalnim ulagačima. Problem kod razvoja domaće fondovske industrije vidim u liberalizaciji financijskog tržišta, čime bi veliki strani investicijski fondovi mogli istisnuti domaće ili ih prisiliti da im se pripoje. No i u slučaju takvog scenarija ulaganje u otvorene investicijske fondove i dalje će biti privlačan i smatram sve više zastupljen oblik plasiranja viška novčanih sredstava.

## POPIS LITERATURE

### Knjige:

1. Cvjetičanin M., *Burzovno trgovanje, priručnik za investitore i analitičare*, Masmedia, Zagreb, 2004.
2. Klačmer Čalopa, M., Cingula, M., *Financijske institucije i tržište kapitala*, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str. 103-104.
3. Lešić Z., Gregurek M., *Financijske institucije i tržišta*, Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adam Krčelić“, Zaprešić, 2014., str. 98.
4. Mishkin F.S., Eakins S.G., *Financijska tržišta+intitucije*, Mate, Zagreb, 2005.
5. Novak, Branko: *Financijska tržišta i institucije*, Osijek, Ekonomski fakultet, 2002.

### Ostalo:

1. Bašić, T., *Stiže inozemna konkurencija, tko će od domaćih preživjeti?*, Poslovni dnevnik, kolovoz 2012., <http://www.poslovni.hr/burze/stize-inozemna-konkurencija-tko-ce-od-domacih-prezivjeti-212555>, (pristupljeno 2. rujna 2015.)
2. Burza nekretnina; <http://www.burza-nekretnina.com/statistike> (preuzeto 07.06.2016.)
3. Committee of European Securities Regulators, Ref.: CESR/09-1026, December 2009.;  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_1026\\_final\\_kid\\_srri\\_methodology\\_for\\_publication.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_1026_final_kid_srri_methodology_for_publication.pdf) (preuzeto 28.08.2015.)
4. Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka; <http://www.dab.hr/osiguranje-depozita/pitanja-i-odgovori> (preuzeto 05.06.2016. )

5. ESMA (European Securities and Markets Authority);  
<https://www.esma.europa.eu/> (preuzeto 28.08.2015.)
6. Goldprice; <http://goldprice.org/gold-price-croatia.html> (preuzeto 10.06.2016.)
7. HPB Invest, URL: <http://www.hpb-invest.hr> (preuzeto 08.05.2016.)
8. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Kvartalni bilten I/2011., str. 6.,  
<http://www.hanfa.hr/getfile/39353/HANFA%202011-1%20kvartal%20Broj12.pdf>, (pristupljeno 2. rujna 2015.)
9. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu, članak 2.  
[http://narodnenovine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015\\_09\\_101\\_1965.html](http://narodnenovine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_09_101_1965.html), (preuzeto 26. kolovoza 2015.)
10. hrfondovi, [http://hrfondovi.com/?site=usporedba\\_s\\_drugim\\_investicijama&name=Usporedba%20s%20drugim%20investicijama%20-](http://hrfondovi.com/?site=usporedba_s_drugim_investicijama&name=Usporedba%20s%20drugim%20investicijama%20-), (pristupljeno 5. lipnja 2016.)
11. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, godišnja izvješća od 2005. do 2014. godine.; <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>, (preuzeto 08.11.2015.)
12. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, statistički podaci za investicijske fondove, <http://www.hanfa.hr/HR/nav/106/statistika.html>, (preuzeto 05.11.2015.)
13. Jurić D., *Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti*, izvorni znanstveni članak, pravni fakultet u Rijeci, 2008.;  
[http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=39991](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=39991), (preuzeto 10.8.2015.)
14. Jurić., D., *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, pregledni znanstveni članak, 2005.;



[http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=848](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=848), (preuzeto 28.08.2015.)

15. Korinčić D., *Fondovska industrija u Republici Hrvatskoj* (2013), analiza za Financijski klub, 2013.; [http://finance.hr/media/si/istrazivanje/2013-12-16-Fondovska\\_industrija\\_RH.pdf](http://finance.hr/media/si/istrazivanje/2013-12-16-Fondovska_industrija_RH.pdf), (preuzeto 30.08.2015.)

16. Marina K., *Domaće tržište očekuje daljnja racionalizacija i konsolidacija poslovanja*, Poslovni savjetnik, rujna 2011., str. 56.-57., <http://www.proago.hr/main/wp-content/uploads/56-58-M-Kilic1.pdf>, (pristupljeno 2. rujna 2015.)

17. Mihelčić, G., Belanić, L.: *Promidžba i prodaja udjela i dionica u investicijskim fondovima*, stručni članak, Pravni fakultet u Rijeci, 2008.; [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=40004](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=40004), (preuzeto 18.08.2015.)

18. Milovanović Morić B., Galetić F., *Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj*, stručni članak, 2006.; (preuzeto 10.08.2015.) [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=8375](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=8375)

19. Ministarstvo financija; <http://www.mfin.hr/hr/mirovinski-fondovi>, (preuzeto 05.06.2016.)

20. Obiteljske financije, <http://www.obiteljskefinancije.com/novceni-investicijski-fondovi>, (pristupljeno 30. kolovoza 2015.)

21. Odobren Intercapital Asset Management UCITS krovni fond (članak objavljen 16.12.2014.); [http://www.icam.hr/vijesti/odobren\\_intercapital\\_asset\\_management\\_ucits\\_krovni\\_fond.html](http://www.icam.hr/vijesti/odobren_intercapital_asset_management_ucits_krovni_fond.html) (preuzeto 30.08.2015.)

22. Pavić, D., Balta, I. *Uzroci velike gospodarske krize u SAD-u i Hooverovo upravljanje krizom*, filozofski fakultet u Osijeku, izvorni znanstveni rad, 2007.; [http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=40004](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=40004), (preuzeto 14.8.2015.)

23. PBZ Invest, URL: <http://www.pbzinvest.hr> (preuzeto 08.05.2016.)
24. PBZ, Važeće godišnje nominalne kamatne stope u depozitnom poslovanju s fizičkim osobama – građanima;  
[https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/gradjani/stednja/letak\\_kamatne\\_stope\\_01\\_03\\_2016.pdf](https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/gradjani/stednja/letak_kamatne_stope_01_03_2016.pdf) (preuzeto 05.06.2016.)
25. Portal Hrportfolio; <http://www.hrportfolio.hr/> (preuzimano 07.-14.05.2016.)
26. Poslovni plus, Komentar: Da li je isplativo ulagati u nekretnine (članak objavljen 18.03.2013.)  
<http://www.poslovnipuls.com/2013/03/18/komentar-da-li-je-isplativo-ulagati-u-nekretnine/> (preuzeto 10.06.2016.)
27. Silverprice; <http://silverprice.org/silver-price-croatia.html>  
(preuzeto 10.06.2016.)
28. Šverko I., *Rizična vrijednost (Value at Risk) kao metoda upravljanja rizicima u financijskim institucijama*, stručni članak, 2002.;  
[http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=44517](http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=44517),  
(preuzeto 20.08.2015.)
29. Vukas J., Gvozdanović I., Jalšenjak B., *Elementi poslovne etike u financijskom sektoru s naglaskom na investicijske fondove*, pregledni članak, 2011.  
<http://hrcak.srce.hr/76200> (preuzeto 16.08.2015.)
30. ZB Invest, URL: <http://www.zbi.hr> (preuzeto 08.05.2016.)
31. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN, br. 44/16); [http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016\\_05\\_44\\_1135.html](http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_05_44_1135.html)  
(preuzeto 26.08.2015.)
32. Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima, Urednički pročišćeni tekst, „Narodne novine“ broj 109/97 i 114/01 (preuzeto 28.08.2015.)
33. Zakon o tržištu kapitala, pročišćeni tekst zakona NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15,; (preuzeto 30.08.2015.)  
<http://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala>

## POPIS TABLICA

|  |  |
|--|--|
| Tablica 1. Podjela i osnovne karakteristike UCITS fondova u Republici Hrvatskoj... 27  |  |
| Tablica 2. Broj UCITS fondova nakon uvođenja Zakona o otvorenih investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN, br. 16/13). .... 39           |  |
| Tablica 3. Iznos i postotna promjena neto imovine otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 2005. do 2008. godine. u mlrd. kn. .... 42 |  |
| Tablica 4. Odabrani novčani fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi ..... 61  |  |
| Tablica 5. Odabrani obveznički fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi ..... 62   |  |
| Tablica 6. Odabrani dionički fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi ..... 64   |  |
| Tablica 7. Odabrani mješoviti fondovi, njihovi indikatori rizika i prinosi ..... 66  |  |
| Tablica 8. Kretanje cijena dionica odabranih poduzeća u razdoblju od 2012. do 2016. godine..... 69   |  |
| Tablica 9. Kamatne stope na oročenu štednju PBZ banke važeće od 01.03.2016. do 30.06.2016. godine ..... 71                                   |  |
| Tablica 10. Prinosi dobrovoljnih otvorenih mirovinskih fondova u posljednje 3 godine poslovanja ..... 74                                     |  |

## POPIS SLIKA

|  |  |
|--|--|
| Slika 1. Sintetički indikator rizika i prinosa ..... 13  |  |
| Slika 2. Godišnje promjene cijene srebra u različitim valutama u razdoblju od 2001. do 10. lipnja 2016. godine..... 76 |  |
| Slika 3. Godišnje promjene cijene zlata u različitim valutama u razdoblju od 2001. do 10. lipnja 2016. godine..... 77  |  |

## POPIS GRAFIKONA

|   |                                     |
|---|-------------------------------------|
| Grafikon 1. Kretanje broja otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 1999. do 7 mjeseca 2016. godine.....                               | 34                                  |
| Grafikon 2. Broj otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom prema vrsti u razdoblju od 1999. Do 7 mjeseca 2016.godine.....             | 35                                  |
| Grafikon 3. Broj otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom te fondova rizičnog kapitala u razdoblju od 2006. do 2013. godine ..... | <b>Error! Bookmark not defined.</b> |
| Grafikon 4. Broj dioničkih fondova u odnosu na ostale vrste u razdoblju od 2011. do 2015. godine....  | 38                                  |
| Grafikon 5. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 1999. do 7 mjeseca 2016. godine.....                                 | 40                                  |
| Grafikon 6. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom prema vrstama u razdoblju od 1999. do 7 mjeseca 2016. godine. .... | 41                                  |
| Grafikon 7. Neto imovina otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom, prema vrstama u razdoblju od 2006. do 2013. godine.....        | 41                                  |
| Grafikon 8. Struktura ulaganja otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 2006. do 2015.godine.....                                      | 45                                  |
| Grafikon 9. Udio domaćih i inozemnih ulaganja otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine .....                     | 46                                  |
| Grafikon 10. Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....  | 47                                  |
| Grafikon 11. Udio domaćih i inozemnih ulaganja novčanih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....                               | 48                                  |
| Grafikon 12. Struktura ulaganja obvezničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....   | 48                                  |
| Grafikon 13. Udio domaćih i inozemnih ulaganja obvezničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine .....                           | 49                                  |
| Grafikon 14. Struktura ulaganja dioničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....   | 50                                  |

|   |                                     |
|---|-------------------------------------|
| Grafikon 15. Udio domaćih i inozemnih ulaganja dioničkih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....    | 51                                  |
| Grafikon 16. Struktura ulaganja mješovitih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....                  | 52                                  |
| Grafikon 17. Udio domaćih i inozemnih ulaganja mješovitih UCITS fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine .....  | 52                                  |
| Grafikon 18. Struktura ulaganja ostalih UCITS fondova 2014. i 2015. godine.....                                     | 53                                  |
| Grafikon 19. Udio domaćih i inozemnih ulaganja ostalih UCITS fondova 2014. i 2015. godine.....                      | 53                                  |
| Grafikon 20. Struktura ZB Plus novčanog fonda.....  | <b>Error! Bookmark not defined.</b> |
| Grafikon 21. Struktura ZB bond obvezničkog fonda .....  | 56                                  |
| Grafikon 22. Struktura ZB trend dioničkog fonda.....  | 57                                  |
| Grafikon 23. Struktura ZB global mješovitog fonda .....   | 59                                  |
| Grafikon 24. Kretanje godišnjih prinosa odabranih novčanih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....        | 61                                  |
| Grafikon 25. Kretanje godišnjih prinosa odabranih obvezničkih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine. ....    | 63                                  |
| Grafikon 26. Kretanje godišnjih prinosa odabranih dioničkih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....       | 65                                  |
| Grafikon 27. Kretanje godišnjih prinosa odabranih mješovitih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine.....      | 67                                  |
| Grafikon 28. Kretanje godišnjih prinosa dobrovoljnih mirovinskih fondova u razdoblju od 2006. do 2015. godine. .... | 73                                  |
| Grafikon 29. Kretanje traženih i postignutih cijena nekretnina od 1997. do 2015. godine .....                       | 75                                  |

## **SAŽETAK**

### **Analiza poslovanja otvorenih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj**

Otvoreni investicijski fondovi financijske su institucije koje potencijalnim ulagačima nude različite modele ulaganja, prilagođene njihovim ambicijama i sklonostima, te se kao takvi ističu kao vrlo zanimljiv oblik ulaganja slobodnih financijskih sredstava. Od njihovog pojavljivanja na financijskom tržištu krajem 90-tih godina, otvoreni investicijski fondovi u hrvatskoj bilježe rast i razvoj usporen povremenim krizama, a razvoj fondovske industrije u hrvatskoj vidljiv je konstantnim porastom neto imovine investicijskih fondova. S obzirom na različite vrste otvorenih investicijskih fondova, fondovi se bitno razlikuju po strukturi ulaganja. Sve zavisi o tome koliko fond nastoji preuzeti rizika, odnosno koliki potencijalni prinos očekuje ili želi ostvariti. Osnovno i najvjerodostojnije mjerilo uspješnosti investicijskog fonda je rast vrijednosti udjela, tj. prinos fonda. Vrlo je važno odabrati pravi trenutak za ulaganje, kao i pravi trenutak za povlačenje sredstava jer prinosi su vrlo osjetljivi na promjene, te je potrebno dobro pratiti njihova kretanja i predviđati eventualne nagle promjene. Prijetnja ulaganju u otvorene investicijske fondove očituje se ulaganjima u alternativne oblike, koji sa sobom nose određene prednosti i nedostatke u odnosu na ulaganje u fondove, te su u određenim ekonomskim uvjetima neki od njih primamljiviji ulagačima, što zbog sigurnosti ulaganja, što zbog mogućih ostvarenih prinosa.

Ključne riječi: otvoreni investicijski fondovi, neto imovina, struktura otvorenih investicijskih fondova, analiza prinosa, alternativna ulaganja

**SUMMARY**

**Business analysis of open investment funds in Croatia**

Open investment funds are financial institutions where potential investors offer various investment options, adapted to their ambitions and preferences. Furthermore, those kind of investments come along as very popular and interesting forms of investment with free financial sources. Prior to that, they first started to come around on financial market at the end of the 90s. Open investment fund in Croatia mark down growth and development, even though they were slowed down few times due to various recessions and crisis, Croatian development of the fund industry showed constant growth of the property of the investment fund. Despite various types of open investment funds, funds differ due to their structure of investment. It all depends on how much risk comes with the fund, or how much potential yield customer expects or wants to earn. Main and credible measure of the success of the investment fund is the share growth or also known, yield. It is very important to choose the right moment, as well as the right moment to pull out the sources because the share are very sensitive on changes, that is why it is very important to track their movement and predict their potential sudden changes. Threats in the stake in the open fund investment manifest into alternative types of investment, who bring certain flaws and benefits compare to investment into funds. That is why they are in different types of economic conditions some of them seem more tempting to the investors because they seem more safe, with higher possibility of the achieved income.

Key words: open investment funds, net assets, structure of the open investment funds, analysis yields, alternative investment