

# Uloga investicijskih fondova na hrvatskom tržištu kapitala

---

Križman, Ketii

Undergraduate thesis / Završni rad

2020

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:137:025167>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-09-22**



Repository / Repozitorij:

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



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

**KETI KRIŽMAN**

**ULOGA INVESTICIJSKIH FONDOVA NA  
HRVATSKOM TRŽIŠTU KAPITALA**

Završni rad

Pula, 2020.

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

**KETI KRIŽMAN**

**ULOGA INVESTICIJSKIH FONDOVA NA  
HRVATSKOM TRŽIŠTU KAPITALA**

Završni rad

**JMBAG: 0303072411, redovita studentica**

**Studijski smjer: Financijski management**

**Predmet: Financijska tržišta**

**Znanstveno područje: Društvene znanosti**

**Znanstveno polje: Ekonomija**

**Znanstvena grana: Financije**

**Mentor: Prof. dr. sc. Dean Učkar**

Pula, rujan 2020.



## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani \_\_\_\_\_, kandidat za prvostupnika ekonomije/poslovne ekonomije, smjera \_\_\_\_\_ ovime izjavljujem da je ovaj Završni 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 Završnog 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 završni 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:

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 1   | UVOD .....   | 1  |
| 2   | POJAM INVESTICIJSKIH FONDOVA.....  | 3  |
| 2.1 | Prednosti ulaganja u investicijske fondove .....   | 4  |
| 2.2 | Nedostaci ulaganja u investicijske fondove .....   | 6  |
| 2.3 | Organizacijska struktura investicijskih fondova .....  | 7  |
| 2.4 | Dokumenti koje izdaju investicijski fondovi .....  | 9  |
| 3   | OSNIVANJE INVESTICIJSKIH FONDOVA.....  | 12 |
| 3.1 | Uloga depozitne banke .....  | 13 |
| 3.2 | Uloga HANFA-e.....   | 14 |
| 4   | VRSTE INVESTICIJSKIH FONDOVA I NJIHOVA OBILJEŽJA .....   | 16 |
| 4.1 | Osnovna podjela investicijskih fondova .....   | 16 |
| 4.2 | Podjela investicijskih fondova s obzirom na rizik kojeg ulagač preuzima<br>prilikom ulaganja u investicijske fondove .....             | 17 |
| 5   | RAZVOJ I PREGLED INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ<br>I NJIHOVA OBILJEŽJA .....   | 21 |
| 5.1 | Kretanje broja investicijskih fondova u RH kroz razdoblje .....  | 23 |
| 6   | ANALIZA INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ .....   | 26 |
| 6.1 | Neto imovina investicijskih fondova .....  | 26 |
| 6.2 | Pregled udjelničara u UCITS fondovima kroz petogodišnje razdoblje .....  | 28 |
| 6.3 | Struktura ulaganja investicijskih fondova .....  | 30 |
| 6.4 | Pregled ukupnih troškova za UCITS fondove .....  | 34 |
| 6.5 | Likvidnost fondova .....   | 35 |
| 6.6 | Pregled fondova u RH s obzirom na SRRI (sintetički indikator rizika i prinosa),<br>VaR (rizičnost vrijednosti) i prinosa fondova ..... | 37 |
| 7   | PRIJEVARE, ZLOUPORABE, SUKOB I INTERESA I KRIZE TE NJIHOV<br>UTJECAJ NA VOLATILNOST INVESTICIJSKIH FONDOVA.....                        | 40 |
| 7.1 | Pregled prekršajnih postupaka u Republici Hrvatskoj.....   | 41 |

|     |   |    |
|-----|---|----|
| 7.2 | Posljedice kriza na investicijske fondove u RH..... | 42 |
| 8   | ZAKLJUČAK.....                                      | 44 |
|     | POPIS LITERATURE .....                              | 47 |
|     | POPIS GRAFIKONA.....                                | 50 |
|     | POPIS SLIKA .....                                   | 51 |
|     | POPIS TABLICA.....                                  | 51 |
|     | SAŽETAK .....                                       | 52 |
|     | SUMMARY .....                                       | 53 |

# 1 UVOD

Investicijski fondovi su na svjetskom financijskom tržištu prisutni više od dva stoljeća, dok su na hrvatskom tržištu zaživjeli prije tek nešto više od dva desetljeća. Unatoč relativno mladoj pojavi, može se reći da je ponuda investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj relativno bogata. Investicijski fondovi postaju sve više atraktivni fizičkim osobama koje postaju svjesne rizika kojeg preuzimaju prilikom ulaganja u fondove, znajući da će viši prinos ostvariti jedino prihvaćanjem višeg rizika koji ih zapravo može dovesti i do neočekivanog gubitka. Budući da investicijski fondovi dobivaju sve veću značajnost na hrvatskom financijskom tržištu, temeljna svrha ovog rada je definirati investicijske fondove, istaknuti njihove vrste, prednosti i nedostatke te pružiti uvid u poslovanje investicijskih fondova u Hrvatskoj i njihovu ulogu na tržištu.

Završni rad koncipiran je unutar osam poglavlja. Nakon uvodnog poglavlja slijedi poglavlje u kojem se definira pojam investicijskih fondova te ističu prednosti i nedostaci ulaganja u fondove. U istom poglavlju prikazana je organizacijska struktura investicijskih fondova te su elaborirani dokumenti koje su investicijska društva dužna sastaviti i javno objaviti, odnosno pružiti ih na uvid zainteresiranim investitorima.

Kroz treće poglavlje opisan je način osnivanja investicijskih fondova za koje su zadužena društva za upravljanje investicijskim fondovima. Osim toga istaknute su još dvije institucije koje imaju važnu ulogu u poslovanju investicijskih fondova, a tu su depozitna banka koja se javlja kao skrbnik koji čuva imovinu fonda, te HANFA kao regulatorno tijelo koje provodi nadzor nad investicijskim fondom kako bi njegovo poslovanje bilo u skladu sa zakonom.

U naredna dva poglavlja analiziraju se investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj kroz prošlo petogodišnje razdoblje. Navedene su i objašnjene vrste investicijskih fondova koje su trenutno aktivne u Hrvatskoj te je prikazano kretanje broja investicijskih fondova i broj udjelničara za prošlo petogodišnje razdoblje. Nadalje, sagledano je kretanje neto imovine, struktura ulaganja te struktura ukupnih troškova po pojedinim vrstama investicijskih fondova. U istom poglavlju analizirani su investicijski fondovi u Hrvatskoj prema pokazateljima rizičnosti SRRI i VaR, te prinosu fondova (PGP 5g).

U pretposljednem poglavlju navode se prijevare i zlouporabe koje mogu nastati u industriji investicijskih fondova te prekršajni postupci koje je podnijela HANFA nad



investicijskim fondovima u Hrvatskoj zbog uočenih nepravilnosti ili kršenja zakona. Također je analiziran utjecaj globalne financijske krize te krize izazvane prvim valom koronavirusa na volatilitnost investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj.

Prilikom pisanja završnog rada korištene su metode deskripcije, klasifikacije, analize, indukcije, matematička metoda te povijesna metoda.

## 2 POJAM INVESTICIJSKIH FONDOVA

Na tržištu kapitala djeluju mnogobrojni investitori pod kojima ubrajamo pojedinačne investitore te institucionalne investitore. Investicijski fondovi ubrajaju se u skupinu institucionalnih investitora, budući da isti na tržištu kapitala djeluju kao društvo, odnosno organizacija.

Investicijski fondovi mogu se definirati kao „kanali putem kojih se štednja velikog broja pojedinačnih investitora može usmjeriti u dionice, obveznice ili kratkoročne vrijednosne papire na tržištu novca.“<sup>1</sup> Tom se definicijom najbolje objašnjava posrednička uloga investicijskih fondova, a to je ta da oni omogućuju pojedinačnim investitorima (fizičkim osobama) da indirektno ulažu u različite vrijednosnice na tržištu; u koje kao pojedinci primjerice ne bi mogli ulagati jer su traženi iznosi za ulaganje previsoki, neprihvatljivi i slično. Glavna zadaća investicijskog fonda manifestira se u aktivnostima u kojima investicijski fond prikuplja sredstva od pojedinačnih i institucionalnih investitora te zatim ista ta sredstva ulaže u različite financijske oblike kao što su vrijednosni papiri, nekretnine, depoziti i slično (investicijski fond ulaže u različita sredstva ovisno o vrsti fonda kojeg je pojedinačni investitor odabrao), a sve to u cilju ostvarivanja zadovoljavajućeg prinosa za pojedinačnog investitora uz njemu prihvatljivu razinu rizika.

U Republici Hrvatskoj je rad investicijskih fondova reguliran Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom te Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima.<sup>2</sup> Navedenim zakonima definirano je kako investicijski fond može sredstva prikupljati javnom ili privatnom ponudom, a ista sredstva mora ulagati u skladu s odgovarajućom strategijom ulaganja koja štiti interese pojedinačnog investitora u određenom investicijskom fondu.<sup>3</sup> Prikupljanje sredstava javnom ponudom podrazumijeva pribavljanje sredstava od širokog i neograničenog broja ljudi tj. investitora koji kupuju udjele ili dionice određenog investicijskog fonda, dok se

---

<sup>1</sup> M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, *Financijske institucije i tržište kapitala*, Varaždin, Fakultet organizacije i informatike, 2009., str. 103.

<sup>2</sup> HANFA, *Investicijski fondovi*, <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/>, (pristupljeno 11. lipnja 2020.)

<sup>3</sup> Narodne novine (2020). *Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom* (NN 44/16, 126/19), <https://www.zakon.hr/z/564/Zakon-o-otvorenim-investicijskim-fondovima-s-javnom-ponudom>, (pristupljeno: 11. lipnja 2020.)

privatna ponuda odnosi na prikupljanje sredstava od točno određenih, tzv. kvalificiranih investitora koji posjeduju traženi status.

## 2.1 Prednosti ulaganja u investicijske fondove

Ulaganje u investicijske fondove donosi brojne koristi za investitore. Prvenstveno, ulaganje sredstava u investicijske fondove omogućuje investitoru ostvarivanje prinosa koji je veći nego onaj kojeg bi ostvario da je sredstva primjerice uložio u banku, dok je istodobno prisutnost rizika i dalje minimalna. Ovaj oblik investiranja poznat je po tome što omogućava da investitori različitih sklonosti prema riziku mogu odabrati za sebe povoljnu strukturu fonda u kojeg će ulagati, a koji će im osigurati zadovoljavajuću razinu prinosa uz prihvatljivu razinu rizika.

Uz već navedene, mogu se navesti i slijedeće prednosti koje također privlače investitore u investicijske fondove:<sup>4</sup>

- posredovanje u likvidnosti
- posredovanje u denominaciji
- diverzifikacija
- troškovne prednosti
- menadžerske vještine.

*Posredovanje u likvidnosti* označava mogućnost da investitor koji ulaže u investicijski fond može u bilo kojem trenutku svoju investiciju pretvoriti u novac, i to tako da proda svoje udjele u investicijskom fondu, što znači da su udjeli u (otvorenim) investicijskim fondovima lako utrživi. Nadalje, kako bi došao do sredstava, tj. novca, imatelj dionice ili obveznice mora prodati cijeli vrijednosni papir, dok investitor koji ulaže u investicijskom fondu može sam odlučiti koliko će udjela prodati, ovisno o njegovim potrebama za gotovim novcem u određenom trenutku. Ova prednost ponajprije se očituje kod ulaganja u kratkoročne fondove kod kojih ne postoje niti naknade za prijevremeno povlačenje udjela iz fonda.

Na tržištu kapitala kotiraju vrijednosnice velikih denominacija, što znači da iste zbog visokih iznosa nisu dostupne većini malih investitora. Ovaj nedostatak ulaganja na tržištu kapitala uklanjaju investicijski fondovi koji omogućuju i malim investitorima

---

<sup>4</sup> F. S. Mishkin i S. G. Eakins, *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb, Mate d.o.o., 2016., str. 484.-485.

da ulože manje iznose u investicijski fond na temelju čega ostvaruju određeni udio u fondu, a investicijski fond na temelju mnogobrojnih prikupljenih sredstava ulaže njihova zajednička sredstva za kupnju tih vrijednosnica, što oni kao pojedinci nisu mogli učiniti. Slijedom navedenog, možemo reći da su investicijski fondovi *posrednici u denominaciji*.

Velika prednost ulaganja u investicijske fondove ogleda se u *diverzifikaciji*. Možemo reći da svaki investitor koji ima određeni udio u investicijskom fondu neposredno posjeduje i dio diverzificiranog portfelja vrijednosnica, ovisno o strukturi fonda kojeg je investitor odabrao. Prednost diverzifikacije ogleda se u tome što investicijski fond nastoji ulagati u brojne i različite vrijednosnice na tržištu kapitala nastojeći tako smanjiti ukupni rizik na način da se dio rizika nastao ulaganjem u jednu vrijednosnicu poništi ili bar umanjí s rizikom nastalim ulaganjem u drugu vrijednosnicu. Na taj način osigurano je da čak i najmanji investitor u fondu može iskoristiti prednosti diverzifikacije.

Na temelju prikupljenih novčanih sredstava od malih investitora, investicijski fond posjeduje relativno velika sredstva čime isti može na tržištu kapitala kupovati velike pakete dionica i ostalih vrijednosnica koji se u takvoj situaciji nude investicijskim fondovima po povoljnijim uvjetima i uz niže naknade. Slijedom navedenog investicijski fond je u mogućnosti i svojim investitorima ponuditi svoje udjele prikupljene tim putem po povoljnijoj cijeni, što osigurava *troškovne prednosti* i za svakog malog investitora.

Sljedeća prednost investicijskih fondova manifestira se u postojanju profesionalnih fond menadžera koji posjeduju *menadžerske vještine*, iskustvo i posebna znanja potrebna za uspješno trgovanje na financijskom tržištu. Na taj način investitoru unutar investicijskog fonda nije potrebno pratiti, analizirati i voditi preveliku brigu o vrijednosnicama u koje ulaže, jer za njega to čini fond menadžer kojemu je cilj povećati vrijednost imovine fonda kojim upravlja, a to neposredno vodi i do većeg prinosa za investitora.

U današnje vrijeme razvijene tehnologije, prednost ulaganja u investicijske fondove praktično je i zbog jednostavnosti samog ulaganja, budući da se udjeli u fondu mogu kupovati on-line, putem internet ili mobilnog bankarstva.

## 2.2 Nedostaci ulaganja u investicijske fondove

Prilikom ulaganja u investicijske fondove investitori se susreću i s nekolicinom nedostataka koje možemo svrstati u slijedeće skupine:

- Razne naknade (ulazna naknada, izlazna naknada, naknada za upravljanje, naknada za promjenu fonda, naknada depozitnoj banci, naknada regulatoru...<sup>5</sup>)
- Rizici povezani s ulaganjem (rizik likvidnosti, rizik promjene tečaja, rizik neispunjenja obveza, operativni rizik, rizik skrbništva, rizik zbog ulaganja u druge investicijske fondove, politički rizik zemalja, rizik promjene poreznih propisa<sup>6</sup>)
- Porezi

Investicijski fondovi obračunavaju različite naknade investorima koje za njih predstavljaju dodatni trošak, međutim ne zahtijevaju svi fondovi plaćanje svih naknada. Ulaznu naknadu plaćaju investitori u određenom postotku od iznosa kojeg ulažu u investicijski fond; slična tome je izlazna naknada koja se plaća u određenom postotku od iznosa po kojem prodaje svoj udio. Na razini godine obračunava se naknada za upravljanje, naknada depozitnoj banci, te regulatoru koja se računa kao određeni postotak od ukupne imovine određenog fonda, a njezine vrijednosti prikazane su u prospektu kao temeljnom dokumentu određenog investicijskog fonda.<sup>7</sup>

Prilikom ulaganja, investitor je suočen s mnoštvom rizika, odnosno mogućnosti nastupanja situacija koje će se nepovoljno odraziti na njegovo ulaganje, odnosno koje će smanjiti prinos kojeg je investitor mogao ostvariti da te situacije nisu nastale. Rizik likvidnosti nastaje kada investicijski fond ne može u određenom trenutku isplatiti investitora koji povlači svoje udjele iz fonda, jer su primjerice vrijednosnice koje posjeduje investicijski fond nelikvidne, odnosno ne mogu se trenutno prodati na financijskom tržištu i tako doći do novčanih sredstava. Ako investicijski fond raspolaže stranim vrijednosnicama koje glase na strane valute, prilikom investiranja se može

---

<sup>5</sup> Portal Hrportfolio, <https://hrportfolio.hr/o-fondovima/prinosi-naknade-porezi> (pristupljeno 11. lipnja 2020.)

<sup>6</sup> Fondovi.hr, <https://www.fondovi.hr/edukacija/prednosti-i-nedostaci-ulaganja-u-otvorene-investicijske-fondove/> (pristupljeno 11. lipnja 2020.)

<sup>7</sup> Portal Hrportfolio, <https://hrportfolio.hr/o-fondovima/prinosi-naknade-porezi>, (pristupljeno 11. lipnja 2020.)

javiti valutni rizik zbog gubitaka nastalih uslijed promjena deviznog tečaja. Rizik neispunjenja obveza nastaje ukoliko financijsko tržište nije dovoljno regulirano pri čemu može doći do neispunjavanja cjelokupnih ili dijela obveza od strane jedne ugovorene strane, što uzrokuje gubitke za drugu stranu. Ukoliko postoje anomalije u djelovanju Društva za upravljanje investicijskim fondovima može doći do operativnog rizika. Rizik skrbništva nastaje prilikom nastanka nepovoljnih promjena vezanih uz vrijednosti investiranja investicijskog fonda kao i promjena u samoj sigurnosti poslovanja skrbnika koji je zadužen za pohranu vrijednosnica pojedinog investicijskog fonda. Politička zbivanja u zemlji također mogu narušiti normalno odvijanje trgovanja na financijskom tržištu što se može iskazati kao utjecaj političkog rizika. Neke zemlje imaju izrazito nestabilne politike, što podrazumijeva stalne promjene u zakonima i zakonskim propisima što otežava rad svim subjektima na tržištu pa tako i investicijskim fondovima. Promjene u zakonima mogu biti vezane i uz promjene poreznih propisa, koji mogu smanjiti potencijalnu zaradu za investitora, što vodi do nastanka rizika od promjena poreznih propisa.

Zakonom o porezu na dohodak regulirano je koji su investitori dužni plaćati porez na ostvaren kapitalni dobitak nastao uslijed ulaganja u investicijske fondove pri čemu je istim Zakonom utvrđeno da sve fizičke osobe moraju plaćati porez na ostvareni kapitalni dobitak u visini od 12% kojemu se pridodaje još prirez kojeg određuju zasebno jedinice lokalne samouprave.<sup>8</sup>

Iako na prvi pogled možemo vidjeti da su nedostaci brojniji od prednosti navedenih u prethodnom potpoglavlju, ipak treba uzeti u obzir kako nedostaci, odnosno svi rizici ne moraju biti prisutni na pojedinom tržištu. Ukoliko su rizici prisutni, važno je uzeti u obzir razinu i značajnost samog rizika, te odlučiti investirati samo ukoliko su uočeni troškovi manji od koristi koje donosi određeno ulaganje u investicijski fond.

### **2.3 Organizacijska struktura investicijskih fondova**

Budući da svaka organizacija pri samom početku poslovanja ima već utvrđenu organizacijsku strukturu, bilo da je ona formalna (pisana) ili neformalna, niti investicijski fond nije iznimka. U nastavku je prikazana organizacijska struktura investicijskog

---

<sup>8</sup>Narodne novine (2020). *Zakon o porezu na dohodak* (NN 115/16, 106/18, 121/19, 32/20) <https://www.zakon.hr/z/85/Zakon-o-porezu-na-dohodak> (pristupljeno 11. lipnja 2020.)

fonda, odnosno društva za upravljanje investicijskim fondom; budući da prilikom proučavanja same organizacijske strukture moramo uzeti u obzir da je društvo za upravljanje investicijskim fondovima zapravo društvo koje osniva i upravlja investicijskim fondom pa je u tom kontekstu logičnije promotriti samu organizacijsku strukturu navedenog društva kako je ujedno i prikazano u nastavku.

**Slika 1 Organizacijska struktura investicijskog fonda**



Izvor: izrada autorice prema podacima Pravilnika kojim se uređuje poslovanje društva za upravljanje investicijskim fondovima

Iz prethodne slike može se uočiti kako glavni dio jednog investicijskog fonda predstavljaju investitori, odnosno oni koji ulažu sredstva u fond što ujedno i omogućuje samo poslovanje investicijskog fonda, a isti se usto pojavljuju i kao vlasnici određenog udjela u pojedinom investicijskom fondu. Upravni odbor zadužen je za nadgledavanje samog poslovanja fonda, te isti utvrđuje strategije odnosno politike poslovanja investicijskog fonda koje su u skladu sa zahtjevima udjelničara, odnosno investitora kao vlasnika udjela. Pravilnikom kojim se uređuje poslovanje društva za upravljanje investicijskim fondovima utvrđeno je kako je navedeno društvo dužno svoje poslove organizirati u tri organizacijske jedinice, a to su:<sup>9</sup>

1. *Front office (operativna jedinica)* – organizacijska jedinica kojoj je glavna zadaća upravljanje imovinom investicijskog fonda, sklapanje transakcija vezanih uz

<sup>9</sup> Narodne novine, br 25/07, *Pravilnik kojim se uređuje poslovanje društva za upravljanje investicijskim fondovima*, <http://www.propisi.hr/print.php?id=5552> (pristupljeno 11. lipnja 2020.)

vrijednosnice te sastavljanje analiza o tržištu kapitala; također sastavljanje, modificiranje i implementiranje internih akata koji se tiču procedura vezanih uz samo poslovanje Front office-a kao što su utvrđivanje ovlasti i odgovornosti pojedinog radnog mjesta, procedure vezane uz način pohrane dokumenata, način obrade transakcija (naročito onih vezanih uz poslovanje s vrijednosnicama), procedure vezane uz korigiranje pogrešaka te sastavljanja izvještaja o radu i praćenja stanja Front office-a,

2. *Middle office (jedinica za nadzor i analizu)* – organizacijska jedinica čija je glavna zadaća reguliranje poslova koji se obavljaju u ime i za račun investicijskog fonda, sastavljanje analiza i izvještaja te iznošenje istih informacija upravi i nadzornom odboru; također sastavljanje, modificiranje i implementiranje internih akata koji se tiču procedura vezanih uz samo poslovanje Middle office-a kao što su reguliranje transakcija, evaluiranje imovine, utvrđivanje i reguliranje poslova vezanih uz postavljanje limita i prekoračenja, procedure vezane uz mjera rizika i uspješnosti, dizajniranje novih proizvoda te zaštitu portfelja,

3. *Back office (jedinica za potporu)* – organizacijska jedinica čija je glavna zadaća obavljanje računovodstvenih poslova koji podrazumijevaju poslove vezane uz knjiženje vrijednosnica, odnosno portfelja fonda, izračunavanje neto imovine fonda, poslove vezane uz namiru i slično; također sastavljanje, modificiranje i implementiranje internih akata koji se tiču procedura vezanih uz samo poslovanje Back office-a kao što su iznošenje izvještaja, sastavljanje i pohrana dokumenata, knjigovodstveno praćenje vrijednosnica, izvješćivanje te usklađivanje s radom cijelog društva.

## **2.4 Dokumenti koje izdaju investicijski fondovi**

Investicijski fondovi kao financijske organizacije dužne su omogućiti imateljima udjela, odnosno potencijalnim investitorima pristup određenim dokumentima. Na temelju uvida u iste dokumente investitori mogu donositi racionalne odluke vezane uz odabir pojedinog investicijskog fonda, ali i odluke vezane uz odabir same vrste fonda u kojeg će ulagati.

Sukladno navedenom, svaki bi investitor prije nego li se odluči za investiranje u pojedini fond trebao proučiti sve informacije koje su mu dostupne u sklopu dokumenata elaboriranih u nastavku:<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Investicijski fondovi. HANFA. [Brošura] <https://www.hanfa.hr/media/3389/za-web-investicijski-fondovi-2019.pdf> (pristupljeno 11. lipnja 2020.)



- *Prospekt* – temeljni je dokument svakog investicijskog fonda koji sadrži sve bitne informacije za pojedinog investitora. Prospekt pruža investitoru uvid u općenite podatke o investicijskom fondu kao što su ime fonda, podatak o mjestu na kojem su dostupni prospekt, pravila fonda te razna izvješća koja sastavlja fond, informaciju o uvjetima kupnje, prodaje, zamjene i prijenosa udjela te opis prava koja investitor ostvaruje ukoliko posjeduje udio ili dionice fonda. Važne informacije za investitora koje se nalaze u prospektu jesu one o raspodjeli dobiti fonda, informacije koje se tiču postavljenih ciljeva fonda i utvrđenih strategija za postizanje istih ciljeva kao i informacije o upravljanju rizicima kojima su izloženi fondovi. Tim informacijama investitoru se pruža uvid samu strukturu ulaganja fonda te na temelju istih investitor može racionalno odlučiti hoće li uložiti u pojedini fond; odnosno je li mu razina rizika kojeg donosi ulaganje u određeni fond prihvatljiva za određenu razinu prinosa. U prospektu se još nalaze informacije vezane uz naknade i troškove koje snosi investitor<sup>11</sup>, informacije o depozitaru, revizoru, likvidnosti fonda te druge informacije koje olakšavaju donošenje odluke o ulaganju za investitora.

- *Statut* – sastavni je dio prospekta (iako to i ne mora nužno biti) pa kao takav sadrži dio informacija već navedenih kroz pregled sadržaja samog prospekta. Ključne informacije koje se mogu iščitati iz statuta vezane su uz samo osnivanje investicijskog fonda, što uključuje informacije vezane uz ime fonda, datum osnivanja fonda, mjesto gdje investitori mogu pronaći izvješća (mjesečna, polugodišnja i godišnja) i prospekt fonda. Također, statut sadrži informacije o ulagačkim ciljevima fonda te strategiji za ostvarivanje navedenih ciljeva, informaciju o najnižem iznosu za ulaganje u fond, podatak o državi odnosno jedinici lokalne uprave u čije vrijednosnice fond ulaže, informacije o načinu i vremenu izračunavanja vrijednosti imovine fonda i slično. Statut je važan za investitore jer su u njemu opisana prava koja investitor posjeduje na temelju udjela ili dionica koje posjeduje u fondu.

- *Pravila fonda* – važan su dokument za investitore jer je tim dokumentom utvrđen odnos između investitora i društva za upravljanje, odnosno prava, obveze i odgovornosti koje društvo za upravljanje ima prema njemu kao investitoru, te koje on (investitor) ima prema društvu za upravljanje. Iz istog razloga dokument je važan i za depozitara, budući da se na isti način utvrđuju međusobna prava, obveze i

---

<sup>11</sup> Pod naknade i troškove koje zaračunava fond ubrajamo: ulazne i izlazne naknade, naknade društvu za upravljanje, naknade depozitaru te ostale troškove.

odgovornosti između društva za upravljanje i depozitara. Nadalje, kroz pravila fonda elaborira se poslovanje samog društva za upravljanje što uključuje iznošenje informacija o uvjetima poslovanja, ciljevima, strategiji, organizacijskoj strukturi društva za upravljanje i slično. Važnost ovog dokumenta za investitora ogleda se također u tome što se kroz isti dokument investitor može upoznati s mogućim sukobima interesa koji mogu nastati pri ulaganju u fond i načinom odnosnom postupkom rješavanja istih (između investitora i društva za upravljanje).

- *KIID fonda*<sup>12</sup> - koncizan i pojednostavljen dokument koji sadrži najznačajnije informacije o fondu potrebne za investitore, a to su cilj i investicijska politika fonda, pokazatelj rizika i prinosa fonda, pregled troškova, pregled povijesnih prinosa te ostale praktične informacije.

- *Izveštaji* – podrazumijevaju mjesečne izvještaje fonda, te polugodišnja i godišnja revidirana financijska izvješća fonda koja su zainteresiranim investitorima dostupna na web stranicama fondova. Ona pružaju investitorima uvid u financijski položaj, odnosno tzv. “krvnu sliku” fonda.

---

<sup>12</sup> engl. Key Investor Information Document, odnosno Ključni podaci za ulagatelje

### 3 OSNIVANJE INVESTICIJSKIH FONDOVA

Za osnivanje investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj zadužena su društva za upravljanje investicijskim fondovima koja odobrenje, odnosno zahtjev za početak samog djelovanja fonda moraju zatražiti kod HANFA-e. Primjerice, jedan takav zahtjev za osnivanje otvorenog investicijskog fonda sadrži slijedeće elemente: podatke o tvrtki društva za upravljanje, ime fonda, utvrđene ciljeve ulaganja fonda, temeljne dokumente fonda (prospekt i statut fonda), ugovor koji je dogovoren između društva za upravljanje i depozitne banke te podatke o revizoru<sup>13</sup>. Nakon dobivenog odobrenja, fond se upisuje u registar fondova, čime isti fond može započeti s poslovanjem.

Društva za upravljanje investicijskim fondovima jesu kapitalna društva, odnosno trgovačka društva koja se mogu osnovati u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću, ali s minimalnim temeljnim kapitalom u iznosu od 1.000.000,00 kn<sup>14</sup>. Ista društva mogu biti osnovana od strane fizičke ili pravne osobe koje su definirane Zakonom o investicijskim fondovima. Uvidom u registar fondova kojeg vodi HANFA na svojim web stranicama, vidljivo je kako trenutno u Republici Hrvatskoj odobrenje za rad ima 24 društva za upravljanje (srpanj 2020.).

Dvije temeljne funkcije društva za upravljanje, koje ujedno čine i predmet poslovanja društva za upravljanje jesu:<sup>15</sup>

- *Osnivanje investicijskih fondova*
- *Upravljanje investicijskim fondovima* – odnosno ulaganje novčanih sredstava u vlastito ime i za račun imatelja udjela otvorenih investicijskih fondova, odnosno u ime i za račun dioničara zatvorenih investicijskih fondova

Dakle, društvo za upravljanje investicijskim fondovima *osniva investicijske fondove*, a osim toga također *upravlja* istim fondovima. Poslovi upravljanja podrazumijevaju upravljanje imovinom fonda te provođenje aktivnosti vezanih uz promidžbu fondova kako bi se realiziralo trgovanje udjelima odnosno dionicama fonda. Društvo za upravljanje također može obavljati poslove investicijskog savjetovanja te administrativne poslove kao što su poslovi vezani uz evidenciju poslovnih knjiga,

---

<sup>13</sup> Narodne novine (2013). *Zakon o investicijskim fondovima*, <https://www.zakon.hr/z/366/Zakon-o-investicijskim-fondovima> (NN, br. 150/05) (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

<sup>14</sup> *loc. cit.*

<sup>15</sup> *loc. cit.*

izradu financijskih izvještaja, izračunavanje vrijednosti imovine fonda i cijene udjela, poslovi vezani uz odnose s investitorima, praćenje zakona i propisa kako bi se poslovanje odvijalo u skladu s istima, obavještanje i isplaćivanje investitora te vođenje registra o istima.

S obzirom na kompleksnost djelatnosti koje provodi društvo za upravljanje, od iznimne je važnosti da je društvo za upravljanje neovisna organizacija te da kao takvo ne posjeduje udio u depozitnoj banci, niti ima kontrolni utjecaj u banci ili brokerskom društvu koje obavlja poslove s vrijednosnicama. U skladu s navedenim niti članovi uprave i/ili nadzornog odbora društva za upravljanje ne smiju istodobno biti članovi društva za upravljanje i/ili članovi nekog drugog investicijskog fonda, brokerskog društva ili banke koja trguje vrijednosnim papirima. Na taj način želi se spriječiti nastanak sukoba interesa i prijevara pri poslovanju društva za upravljanje.

Hrvatsko tržište institucionalnih investitora, uz privatna društva za upravljanje investicijskim fondovima, obilježavaju poslovne banke koje osnivanjem vlastitih društva za upravljanje upotpunjuju ponudu svojih usluga te se takvim pristupom orijentiraju na pronalaženje novih, alternativnih izvora kapitala koji ostaje i dalje koncentriran u velikim bankarskim grupacijama.<sup>16</sup>

### **3.1 Uloga depozitne banke**

Depozitna banka (depozitar) označava banku, odnosno kreditnu instituciju s kojom društvo za upravljanje sklapa Ugovor o poslovima depozitne banke na temelju kojeg je depozitna banka dužna pohraniti imovinu investicijskog fonda na za to posebnim, predviđenim računima. Kako bi depozitna banka mogla obavljati poslove depozitne banke, ista najprije mora dobiti odobrenje za rad od HANFA-e. Osim obavljanja temeljne zadaće u kojoj depozitna banka pohranjuje i skrbi o imovini svakog pojedinog investicijskog fonda, depozitna banka također vodi posebne račune za imovinu svakog pojedinog fonda, odvaja imovinu svakog pojedinog fonda od imovine ostalih fondova te obavlja druge poslove za investicijske fondove<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, *opt. cit.* str. 109.

<sup>17</sup> D. Jurić, „*Položaj depozitne banke u odnosu na društvo za upravljanje i investicijski fond*“, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, vol. 29, br. 2, str. 1020., 2008. [Online]. <https://hrcak.srce.hr/40706> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

Sama svrha depozitne banke ogleda se u čuvanju imovine investicijskog fonda uz istodobno očuvanje interesa svakog investitora koji ulaže u fondove. Slijedom navedenog, depozitna banka se ne može koristiti imovinom fonda za ostvarivanje koristi za vlastiti račun, već samo u svrhu ostvarivanja koristi za investitore. Nadalje, depozitna banka nastoji štititi interese investitora na način da nadgleda poslovanje društva za upravljanje, odnosno tako da prati odvija li se trgovanje udjelima fonda u skladu sa zakonom i pravilima fonda, izračunava li se vrijednost dionica/udjela fonda na propisan način te kontrolira da se svi troškovi i prihodi (koje je depozitna banka naplatila u korist fonda) koriste u skladu sa zakonom i prospektom fonda. Kako bi depozitna banka mogla obavljati svoju funkciju nadzora, potrebno je da ista bude neovisna u odnosu na društvo za upravljanje, kako ne bi došlo do sukoba interesa ili drugih nepravilnosti prilikom poslovanja.

Također, depozitna banka je ovlaštena u vlastito ime, a za račun investitora podnositi tužbene zahtjeve protiv društva za upravljanje koje je povrijedilo zakonske odredbe ili pravila postupanja fonda<sup>18</sup>.

### **3.2 Uloga HANFA-e**

HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga) je agencija kojoj je primarna djelatnost obavljanje nadzora nad financijskim sektorom u svrhu održavanja i očuvanja stabilnosti cjelokupnog financijskog sustava na području Republike Hrvatske. Budući da su investicijski fondovi financijske institucije koje jesu dio financijskog sektora, HANFA provodi nadzor nad istima; također, HANFA je jedino nadzorno tijelo koje može odobriti osnivanje investicijskog fonda.

U Republici Hrvatskoj, HANFA regulira rad društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, alternativnim investicijskim fondovima te rad Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji. Također, HANFA provodi nadzor nad depozitnom bankom. Obavljanjem nadzora nad investicijskim fondovima HANFA nastoji osigurati da isti obavljaju svoje poslovanje u skladu s:<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> *ibidem*, str. 1019.

<sup>19</sup> HANFA, *Investicijski fondovi, Regulatorna*, [website] <https://hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulatorna> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

- Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN, br. 44/16; NN, br. 126/2019)
- Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN, br. 21/18 i 126/2019)
- Zakonom o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovi obitelji (NN 99/2018)
- Zakonom o provedbi Uredbe (EU) 2015/2365 o transparentnosti transakcija financiranja vrijednosnih papira i ponovne uporabe
- Zakonom o provedbi Uredbe (EU) o europskim fondovima poduzetničkog kapitala
- Zakonom o provedbi Uredbe (EU) o europskim fondovima socijalnog poduzetništva
- Zakonom o provedbi Uredbe (EU) br. 2017/1131 o novčanim fondovima
- Pravilnicima, usvojenom EU regulativom, smjernicama ESMA-e<sup>20</sup> i sl.

Navedenim zakonima definirani su uvjeti za osnivanje i rad investicijskih fondova te društava za upravljanje investicijskim fondovima, način izdavanja i otkupa udjela fonda, trgovanje udjelima, delegiranje poslova na treće osobe te sam nadzor nad radom i poslovanjem fondova, depozitne banke i osoba koje nude udjele u tim fondovima. S druge strane pravilnicima su definirana pravila vezana uz naknade šteta investitorima, izračunavanje neto vrijednosti imovine fonda i cijene udjela, sadržaj i strukturu izvještaja koje objavljuju fondovi, iznos regulatornog kapitala društva za upravljanje fondovima i slično.<sup>21</sup>

Pri provođenju aktivnosti nadzora, HANFA proučava poslovanje investicijskih fondova što podrazumijeva praćenje poslova vezanih uz trgovanje s udjelima odnosno dionicama fondova; nadalje, provjerava ispunjavaju li investicijski fondovi i dalje sve uvjete potrebne za osnivanje i rad fondova; promatra je li investicijski fond i kako delegirao određene poslove na treće osobe te ukoliko HANFA uoči bilo koju nepravilnost odnosno kršenje zakona kod investicijskog fonda, HANFA ima pravo ukinuti odobrenje za rad tog investicijskog fonda.

---

<sup>20</sup> ESMA (engl. European Securities and Markets Authority) – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržište kapitala

<sup>21</sup> HANFA, *Investicijski fondovi, Regulativa*, [website] <https://hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulativa> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

## 4 VRSTE INVESTICIJSKIH FONDOVA I NJIHOVA OBILJEŽJA

Na svjetskom financijskom tržištu postoji široki spektar investicijskih fondova koje je moguće svrstati unutar različitih skupina i podskupina investicijskih fondova ovisno o karakteristikama koje isti fondovi posjeduju. Investicijske fondove moguće je razlikovati "prema pravnom statusu, organizaciji, naknadama organizatoru, pravima članova, motivima ulaganja, osnovnoj strukturi ulaganja, metodama kupnje i prodaje udjela."<sup>22</sup> U nastavku je prikazana osnovna podjela investicijskih fondova odnosno podjela fondova s obzirom na pravnu osobnost, te podjela fondova s obzirom na rizik kojeg investitor preuzima prilikom ulaganja u investicijske fondove, a koji je usko povezan sa strukturom ulaganja investicijskih fondova.

### 4.1 Osnovna podjela investicijskih fondova

Osnovnu podjelu investicijskih fondova moguće je sagledati nakon što razvrstamo investicijske fondove s obzirom na pravni status, pri čemu razlikujemo:

- *Zatvorene investicijske fondove* – koji posjeduju pravnu osobnost
- *Otvorene investicijske fondove* – koji ne posjeduju pravnu osobnost

*Zatvoreni investicijski fondovi* mogu biti osnovani jedino kao dioničko društvo i kao takvi posjeduju pravnu osobnost. Isti fondovi u pravilu jednom emitiraju fiksni broj dionica na uređenom tržištu odnosno burze, iako se mogu dokapitalizirati novim izdavanjem dionica na financijskom tržištu, no to se rijetko događa u stvarnosti. Ukoliko investitor koji je uložio u dionice zatvorenog fonda odluči izaći iz fonda, on to može učiniti samo tako da dionice koje posjeduje proda na burzi, što znači da ovi fondovi ne otkupljuju dionice od investitora.

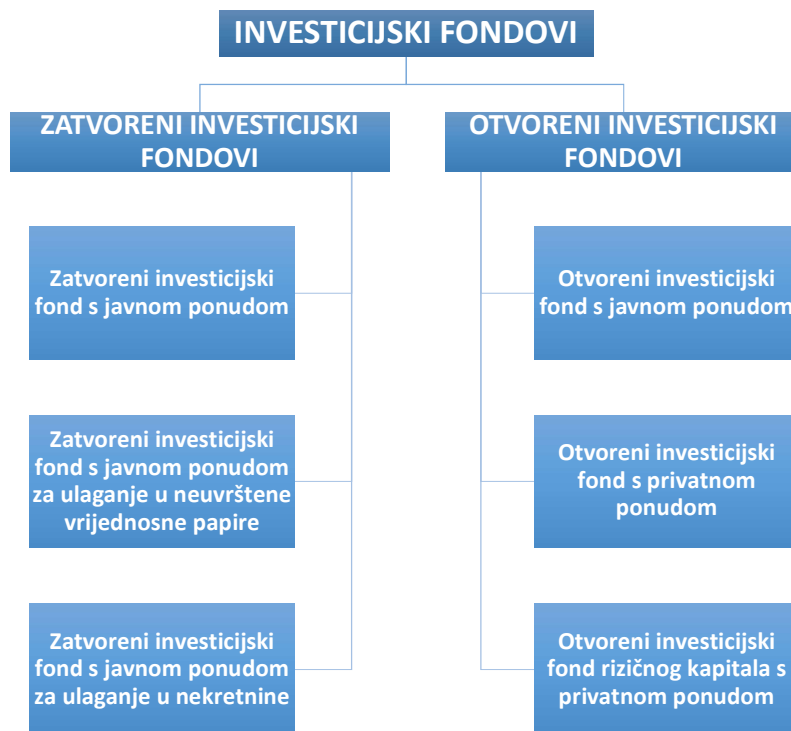
S druge strane, *otvoreni investicijski fondovi* ne posjeduju pravnu osobnost budući da iste fondove osniva društvo za upravljanje investicijskim fondovima. Otvoreni fond prikuplja kapital izdavanjem udjela koje kupuju investitori (ulažući sredstva u fond), pri čemu fond pri svakoj novoj uplati dodjeljuje investitorima nove udjele. Za razliku od zatvorenih fondova, otvoreni fondovi su dužni otkupiti udjele od investitora ukoliko on

---

<sup>22</sup> V. Leko, *Financijske institucije i tržišta*, Pomoćni materijalni za izučavanje, Zagreb, Ekonomski fakultet Zagreb, 2008., str. 66.

to zatraži od fonda, i to po tržišnoj neto vrijednosti, a to je upravo čimbenik koji čini otvorene fondove atraktivnijim za investitore nego što su to zatvoreni fondovi.<sup>23</sup>

**Slika 2 Osnovna podjela investicijskih fondova**



Izvor: izrada autorice prema podacima Zakona o investicijskim fondovima

Na gornjoj slici prikazana je osnovna podjela investicijskih fondova na zatvorene i otvorene investicijske fondove zajedno s njihovim podvrstama, pri čemu se fondovi s javnom ponudom odnose na one fondove koji svoje dionice tj. udjele nude neograničenom broju ljudi, dok fondovi s privatnom ponudom svoje dionice odnosno udjele nude samo osobama koje posjeduju određeni status (tzv. kvalificiranim investitorima). Na istom prikazu može se uočiti kako postoje tri podvrste otvorenih fondova i tri podvrste zatvorenih fondova.

#### **4.2 Podjela investicijskih fondova s obzirom na rizik kojeg ulagač preuzima prilikom ulaganja u investicijske fondove**

Investicijske fondove moguće je podijeliti u nekoliko skupina promatrajući razinu rizika kojeg snose ulagači prilikom investiranja u određeni fond, te je isto prikazano u tablici u nastavku. Stupanj rizika prilikom ulaganja u pojedini fond je veći ukoliko fond

<sup>23</sup> Portal Hrportfolio, <https://hrportfolio.hr/o-fondovima/opcenito-o-fondovima> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)



prvenstveno ulaže u vrijednosne papire koji više fluktuiraju na tržištu, što znači da isti u kratkom vremenskom razdoblju mogu bilježiti velike promjene u vrijednosti i na taj način investitoru prouzrokovati iznadprosječne prinose, ali i gubitke.

**Tablica 1 Podjela investicijskih fondova s obzirom na rizik kojeg ulagač preuzima prilikom ulaganja**

| VRSTA INVESTICIJSKOG FONDA   | STUPANJ RIZIKA KOJEG INVESTITOR PREUZIMA | VRSTA VRIJEDNOSNIH PAPIRA U KOJE FOND ULAŽE  |
|--|--|--|
| FONDOVI RIZIČNOG KAPITALA  | Iznimno visok                            | Dionice  |
| <b>DIONIČKI FONDOVI</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fondovi rasta imovine</li> <li>• Fondovi rasta i dohotka</li> <li>• Međunarodni fondovi</li> </ul>  | Visok                                    | Dionice  |
| <b>MJEŠOVITI FONDOVI</b>   | Umjereni                                 | Dionice i obveznice  |
| <b>OBVEZNIČKI FONDOVI</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Obveznički fondovi strateškog dohotka</li> <li>• Korporacijski fondovi</li> <li>• Državni municipalni fondovi</li> <li>• Međunarodni fondovi</li> </ul> | Relativno nizak                          | Dužnički vrijednosni papiri: državne i korporativne obveznice  |
| <b>NOVČANI FONDOVI</b>   | Nizak                                    | Depoziti kod banaka, trezorski zapisi, instrumenti tržišta novca, dužnički vrijednosni papiri najkvalitetnijih izdavatelja s kraćim dospijecem |

Izvor: izrada autorice prema: F. S. Mishkin i S. G. Eakins, *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb, Mate d.o.o., 2016., str. 490.-495.

Investitor preuzima najviši stupanj rizika prilikom ulaganja u fondove rizičnog kapitala. Ovi fondovi ulažu na startup tržištima, odnosno u nove, inovativne i mlade poduzetničke poduhvate koji kako takvi nose za sobom visoki rizik. Iz istog razloga, u Republici Hrvatskoj su takvi fondovi organizirani kao otvoreni fondovi rizičnog kapitala s privatnom ponudom, što znači da u iste fondove mogu ulagati samo kvalificirani

ulagači, odnosno profesionalni investitori koji su bolje upoznati s potencijalnim rizikom prilikom investiranja u fond, nego što je to jedan obični investitor. Fondovi rizičnog kapitala investitoru mogu osigurati iznadprosječne profite, dok s druge strane postoji mogućnost da je fond uložio u neuspješni poduhvat što može rezultirati ostvarivanjem iznadprosječnih gubitaka za investitora.

Dionički fondovi donose visok stupanj rizika za investitore koji ulažu u takve fondove, budući da isti fondovi prvenstveno ulažu u dionice koje poprilično fluktuiraju na tržištu; no iste omogućuju ostvarivanje visokih prinosa za investitore. Kako bi se umanjio utjecaj fluktuacija, u ove se fondove uobičajeno ulaže na dulji rok (obično od 3-5 godina ili duže). Unutar dioničkih fondova razlikujemo:<sup>24</sup>

- *fondove rasta imovine* - generiraju visoki rizik budući da su usmjereni na postizanje rasta cijena dionica (imovine) pri čemu im nisu u interesu isplate dividendi
- *fondove rasta i dohotka* - nastoje diverzificirati portfelj na način da ulažu dio sredstava u dionice za koje se očekuje rast cijene dionica, a preostali dio u dionice poduzeća koja isplaćuju dividende
- *međunarodne fondove* - dionički fondovi koji, kako bi dodatno umanjili rizik, nastoje diverzificirati portfelj na način da ulažu u dionice domaćih i inozemnih kompanija pri čemu smanjuje rizik zemlje, odnosno ekonomski i financijski rizik.
- *Ostali dionički fondovi*

Mješoviti fondovi diverzificiraju portfelj fonda ulažući u dionice koje generiraju visoke prinose uz istodobno ulaganje u obveznice koje generiraju sigurne povrate te osiguravaju stabilnost ulaganja. Investitori koji ulažu u mješovite fondove ostvaruju prinose koji se kreću između onih ostvarenih u obvezničkom i dioničkom fondu. Nadalje, obveznicama se nastoji smanjiti rizik pada vrijednosti dionica na tržištu, dok se dionicama nastoje osigurati veći prinosi nego što ih donosi samo ulaganje u obveznice. Prilikom ulaganja u mješoviti fond, ulagač preuzima umjereni rizik te preporučljivo vrijeme ulaganja u ovaj fond iznosi minimalno dvije godine, kako bi se izbjegao rizik od gubitaka zbog poremećaja na dioničkom tržištu u kraćem razdoblju.

Obveznički fondovi ulažu u dužničke vrijednosne papire i to prvenstveno u državne i korporativne obveznice. Budući da obveznice donose zagarantiranu kamatu,

---

<sup>24</sup> F. S. Mishkin i S. G. Eakins, *op. cit.*, str. 491.-492.

ulaganje u obvezničke fondove donosi investitoru stabilni prinos uz relativno niski rizik. Preporučljivo vrijeme ulaganja u obvezničke fondove je najmanje jedna godina ili više. Unutar obvezničkih fondova razlikuju se:<sup>25</sup>

- *fondovi strateškog dohotka* – ulažu u kombinirane obveznice koje pružaju visoku razinu tekućeg dohotka
- *korporativni fondovi* – ulažu u visokoocijenjene korporativne obveznice
- *državni municipalni fondovi* – ulažu u državne obveznice koje nose minimalni rizik te relativno niske prinose
- *Međunarodni fondovi* – ulažu u obveznice različitih zemalja
- *Ostali obveznički fondovi.*

Najniži stupanj rizika investitor preuzima prilikom ulaganja u novčane fondove. Ovi fondovi ulažu u depozite banaka i instrumente na tržištu novca stoga isti ostvaruju relativno niske prinose. Novčani fondovi namijenjeni su investitorima koji žele ostvariti prinos koji je veći od kamata na štednju u banci, ali da pritom ne preuzimaju prevelik rizik investiranja. Velika prednost novčanih fondova očituje se u visokoj likvidnosti uloga, što omogućuje investitorima da ostvaruju stabilne prinose; a novac im je i dalje dostupan u bilo kojem trenutku ukoliko ga zatrebaju. Preporučljivo trajanje ulaganja u obvezničke fondove iznosi do 6 mjeseci.

Od ostalih vrsta investicijskih fondova ističu se indeksni fondovi i hedge fondovi. Indeksni fondovi popularna su vrsta fondova koji najjednostavnije rečeno slijede kretanje određenih dioničkih ili obvezničkih indeksa. To znači da indeksni fond utvrđuje strukturu ulaganja u vrijednosne papire koji se nalaze u određenom indeksu na način da se promjene u vrijednosti imovine fonda kreću u skladu s promjenama u razini indeksa. S druge strane, hedge fondovi označavaju „alternativni oblik ulaganja koji se koristi različitim strategijama kako bi ostvarili alfa povrate za svoje ulagače; također mogu agresivno upravljati i/ili koristiti derivativne financijske instrumente na domaćem ili inozemnom tržištu u cilju ostvarivanja iznadprosječnih prinosa.“<sup>26</sup> Zbog visokog stupnja rizika i činjenice da isti fondovi nisu u nadležnosti HANFA-e kao regulatornog tijela, isti fondovi nisu naišli na plodno tlo u Republici Hrvatskoj.

---

<sup>25</sup> *loc. cit.*

<sup>26</sup> Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgerefund.asp>, (pristupljeno 30. lipnja 2020)

## 5 RAZVOJ I PREGLED INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ I NJIHOVA OBILJEŽJA

Pojava prvog investicijskog fonda na svjetskom financijskom tržištu veže se uz kraj 18. stoljeća, točnije 1774. godinu. Tada je Adriaan van Ketwich, nizozemski trgovac, oformio investicijski fond pod nazivom „Eendragt Maakt Magt“ („Jedinstvo stvara snagu“) koji je funkcionirao kao zatvoreni fond, a bio je namijenjen malim investitorima kojima se pružala mogućnost da ulažu u diverzificirani portfelj fonda koji je ulagao u plantaže u europskim zemljama i američkim kolonijama.<sup>27</sup>

U Republici Hrvatskoj se prvi fondovi pojavljuju 1997. godine kada je osnovano sedam privatizacijskih investicijskih fondova (PIF-ova) u okviru procesa kuponske privatizacije. Bilo je predviđeno da fondovi funkcioniraju kao zatvoreni fondovi, međutim većina njih nastavila je poslovati u sklopu holding društva (5 od ukupno 7 fondova) čime su isti bili zaslužni za transformaciju velikog dijela državnih poduzeća u privatna. Dioničari takvih fondova bili su stradalnici domovinskog rata.<sup>28</sup>

Trenutno (srpanj 2020.) u Republici Hrvatskoj postoji 140 investicijskih fondova koje je moguće razvrstati unutar sljedeće dvije kategorije:

- UCITS fondovi
- AIF

*UCITS fondovi* predstavljaju otvorene investicijske fondove s javnom ponudom koji mogu biti osnovani jedino od strane društva za upravljanje UCITS fondovima. S obzirom da su to fondovi s javnom ponudom, namijenjeni su neograničenom broju investitora. Ovi fondovi ulažu sredstva prikupljena od investitora u likvidne vrijednosnice i drugu imovinu koja je propisana Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom te u skladu s prospektom fonda.<sup>29</sup> Udjeli UCITS fondova otkupljivi su na zahtjev investitora zbog čega su ovi fondovi atraktivniji za investitore od ostalih oblika koji će biti opisani u nastavku. U okviru UCITS fondova u Republici Hrvatskoj razlikuju se: dionički UCITS fondovi, novčani UCITS fondovi,

---

<sup>27</sup> The Investment Funds Institute of Canada, [website] <https://www.ific.ca/en/articles/who-we-are-history-of-mutual-funds/>, (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

<sup>28</sup> M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, *opt. cit.* str. 104.

<sup>29</sup>HANFA, *Investicijski fondovi, Regulatorna*, [website] <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

mješoviti UCITS fondovi, obveznički UCITS fondovi, napajajući UCITS fondovi i ostali UCITS fondovi. Napajajući fondovi predstavljaju relativno novu ponudu na hrvatskom tržištu koji su privlačni investitorima jer isti ulažu veliki dio svoje imovine u udjele glavnog fonda zbog čega je njihova strategija i cilj ulaganja gotovo identičan onome glavnog fonda. Na hrvatskom tržištu su se pojavili 2018. godine u sklopu ponude Raiffeisen Investa koji je plasirao Raiffeisen Fund Conservative i Raiffeisen Fund Equities.<sup>30</sup>

S druge strane, *AIF-e* (alternativni investicijski fondovi) osnivaju društva za upravljanje AIF-ovima te AIF-ovi se mogu osnovati kao otvoreni fondovi i zatvoreni fondovi. AIF-ovi su prvenstveno namijenjeni za investitore s više iskustva i znanja iz polja investiranja budući da isti fondovi mogu ulagati u široki raspon imovine koja može biti znatno rizičnija od one u koju ulažu UCITS fondovi iako i mali investitori mogu ulagati u AIF-e<sup>31</sup>. Također, AIF-ovi mogu prikupljati sredstva kroz javnu ili privatnu ponudu, što znači da ukoliko AIF prikuplja sredstva putem privatne ponude, on onemogućuje ulaganje širokoj javnosti, odnosno dozvoljava ulaganje samo tzv. kvalificiranim investitorima. U okviru AIF-ova u RH razlikuju se: Otvoreni AIF s javnom ponudom, Zatvoreni AIF s javnom ponudom, Zatvoreni AIF s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine, Osnovni AIF s privatnom ponudom, Posebni AIF s privatnom ponudom, AIF rizičnog kapitala (s privatnom ponudom) te Zatvoreni AIF s privatnom ponudom.

AIF fondovi rizičnog kapitala iznimno su važni zbog cilja njihovog osnivanja, a to je očuvanje sadašnjih i otvaranje novih radnih mjesta te unapređenje postojećih i pokretanje novih gospodarskih subjekata što omogućuje poticanje rasta i razvoja cjelokupnog gospodarstva u zemlji. Međutim, u RH su ovi fondovi rizičnog kapitala vrlo malo zastupljeni te je u srpnju 2020. bilo aktivno samo pet Fondova za gospodarsku suradnju (FGS).<sup>32</sup> Nadalje, potrebno je potaknuti i realizirati više programa kao što je CROGIP<sup>33</sup> koji nastoji potaknuti razvoj malog i srednjeg poduzetništva; ili fondova poput FRC2 Croatia Partners koji potiču osnivanje inovativnih start-up-ova i razvoj

---

<sup>30</sup> Raiffeisen Invest, [website] <https://www.rbainvest.hr/investicijski-fondovi/posebni-fondovi> (24. kolovoza 2020.)

<sup>31</sup> Mali investitori mogu ulagati u AIF-ove samo ukoliko je AIF registriran kao fond s javnom ponudom.

<sup>32</sup> HBOR, *Fondovi za gospodarsku suradnju*. [website] <https://www.hbor.hr/fondovi-za-gospodarsku-suradnju-fgs/>, (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)

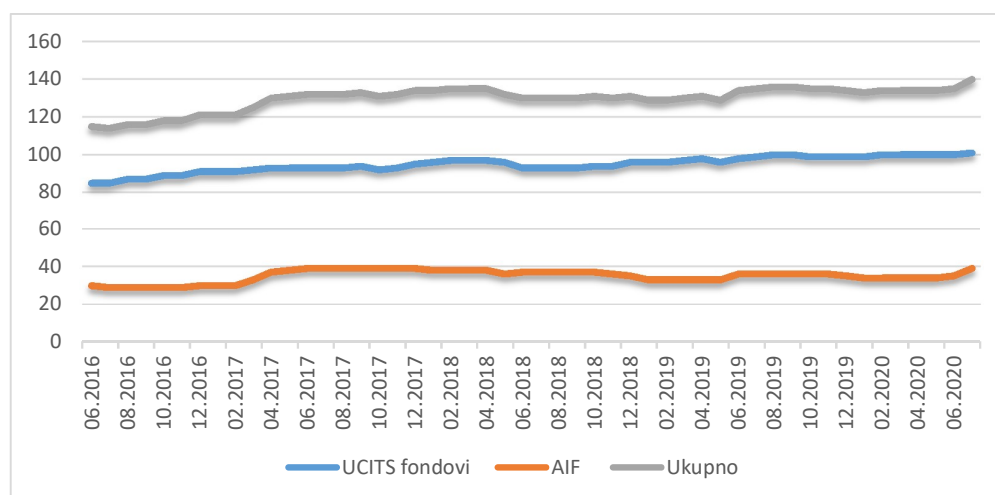
<sup>33</sup> CROGIP - Financijski program kojemu je cilj poticati ulaganja u mala, srednje kapitalizirana poduzeća

novosnovanih poduzeća jer to osigurava stabilnost, održiv rast i prosperitet gospodarstva jedne zemlje.

## 5.1 Kretanje broja investicijskih fondova u RH kroz razdoblje

Iz grafikona u nastavku, vidljivo je kako je u posljednjih pet godina broj investicijskih fondova blago porastao, točnije od sredine 2016. godine do sredine 2020. godine broj investicijskih fondova je povećan za 25 novih investicijskih fondova što upućuje na rast i razvoj investicijskih fondova u RH. Nadalje, može se uočiti kako su UCITS fondovi daleko više zastupljeniji nego AIF-ovi u RH, što i ne čudi ako uzmemo u obzir da su UCITS fondovi isključivo otvoreni fondovi s javnom ponudom u koje može ulagati široki krug investitora te su atraktivni za investitore jer u bilo kojem trenutku mogu zatražiti otkup, odnosno isplatu svog udjela.

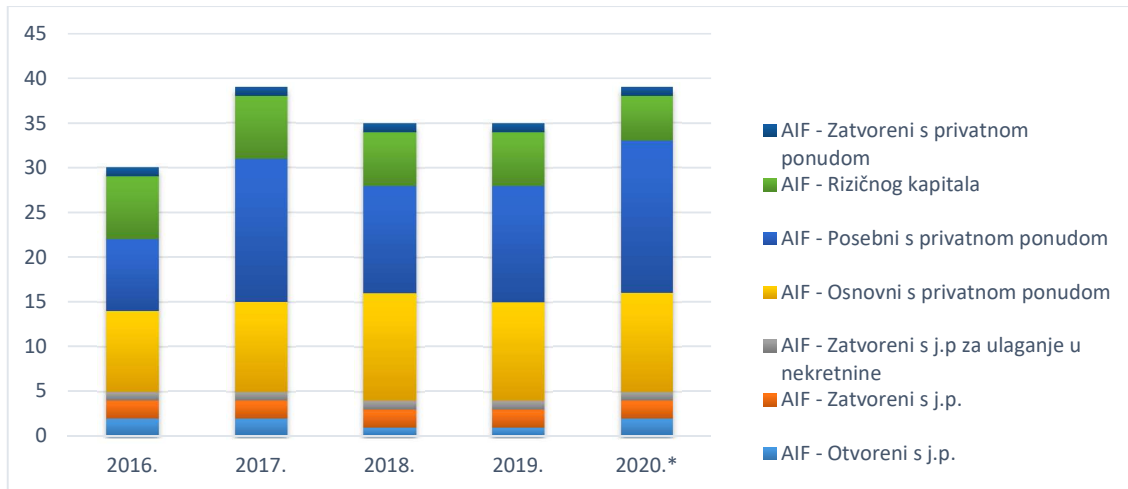
**Grafikon 1 Kretanje broja investicijskih fondova u RH u razdoblju 06.2016.-06.2020.**



Izvor: izrada autorice prema Izvješću B-1 o broju investicijski fondova (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

Grafikon 2 pokazuje kako su u prošlom petogodišnjem razdoblju najzastupljeniji fondovi unutar kategorije alternativnih investicijskih fondova bili posebni fondovi s privatnom ponudom, osnovni fondovi s privatnom ponudom te AIF rizičnog kapitala dok su ostale kategorije bile manje zastupljene. Najmanje zastupljeni AIF fondovi (u svakoj kategoriji postoji samo jedan fond) bili su zatvoreni fond s javnom ponudom za ulaganja u nekretnine te zatvoreni fond s privatnom ponudom.

**Grafikon 2 Kretanje broja Alternativnih investicijskih fondova u RH na kraju razdoblja (2016-2020. g.)**



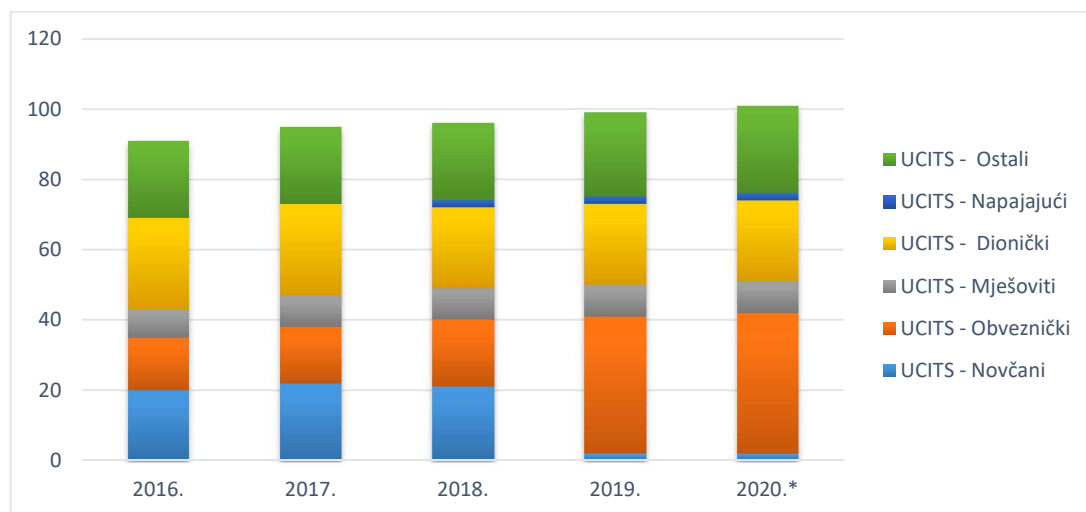
Izvor: izrada autorice prema Izvješću B-1 o broju investicijski fondova (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12. mjeseca

Grafikon 3 prikazuje kretanje broja UCITS fondova za prošlo petogodišnje razdoblje iz kojeg je moguće uočiti blagi porast broja UCITS fondova. Nadalje, moguće je uočiti stabilnost udjela dioničkih fondova, budući da za promatrano razdoblje zauzimaju relativno visok i održiv udio u odnosu na ostale UCITS fondove. U 2019. i 2020. godini dolazi do velike promjene u raspodjeli udjela ostalih UCITS fondova. Novčani fondovi bilježe znatno smanjenje udjela u ukupnim UCITS fondovima, i to u korist obvezničkih fondova čiji se udio povećao. Do zapažene promjene došlo je zbog „stupanja na snagu Uredbe o novčanim fondovima, prema kojoj su novčani fondovi bili dužni uskladiti svoj formalni oblik s ulagačkom strategijom.“<sup>34</sup> Zbog ove uredbe novčani fondovi nastavili su poslovati kao kratkoročni obveznički fondovi što je dovelo do porasta broja obvezničkih fondova uz istodobno smanjenje novčanih fondova.

<sup>34</sup> HANFA, *Godišnje izvješće 2019.*, str. 20, <https://www.hanfa.hr/media/4849/godisnje-izvjesce-2019.pdf> (pristupljeno 20. kolovoza 2020.)

**Grafikon 3 Kretanje broja UCITS fondova u RH na kraju razdoblja (2016.-2020. g.)**



Izvor: izrada autorice prema Izvješću B-1 o broju investicijski fondova (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12 mjeseca



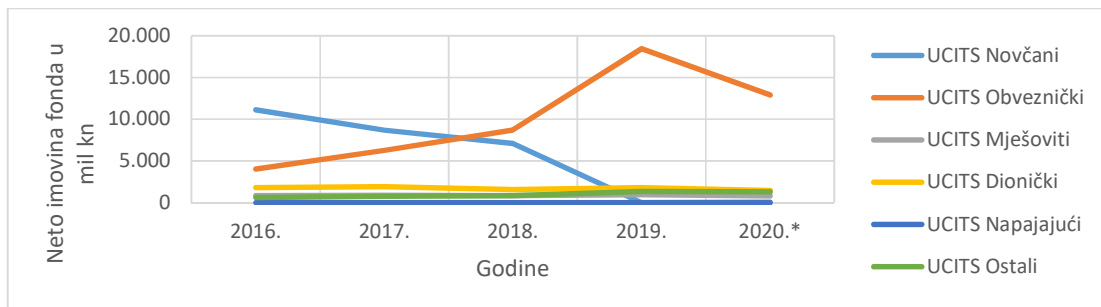
## 6 ANALIZA INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ

Kroz ovo poglavlje detaljnije će se prikazati kretanje neto imovine investicijskih fondova u Hrvatskoj, promotriti broj udjelničara u investicijskim fondovima, strukturu ulaganja investicijskih fondova, strukturu troškova koje snose investitori prilikom ulaganja u investicijske fondove te utvrditi likvidnost i rizičnost fondova u Republici Hrvatskoj.

### 6.1 Neto imovina investicijskih fondova

Na kraju 2019. godine ukupna neto imovina investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj iznosila je 27,1 milijardu kuna. Na grafikonu 4 prikazano je kretanje neto imovine UCITS fondova u Hrvatskoj za proteklo petogodišnje razdoblje na kojem možemo uočiti kako su trenutno obveznički UCITS fondovi u RH najzastupljeniji fondovi, čija je neto imovina u stalnom porastu, uz iznimku u 2020. godini kada su zbog koronakrize zabilježili pad u vrijednosti imovine. Zbog navedenog pada u vrijednosti imovine obvezničkih fondova, može se općenito očekivati značajan pad u vrijednosti imovine ukupnih investicijskih fondova do kraja 2020. godine. Novčani UCITS fondovi bili su dominantni na hrvatskom tržištu sve do 2018. godine kada je na snagu stupio novi zakon temeljem koga je većina novčanih fondova transformirana u obvezničke kratkoročne fondove, što je utjecalo na nagli pad u vrijednosti neto imovine novčanih fondova uz istodobno povećanje neto imovine obvezničkih fondova. Ostali UCITS fondovi u promatranom razdoblju nisu zabilježili značajnije fluktuacije u vrijednosti neto imovine.

**Grafikon 4 Neto imovina UCITS fondova u RH na kraju razdoblja u milijunima kuna (2016.-2020.)**

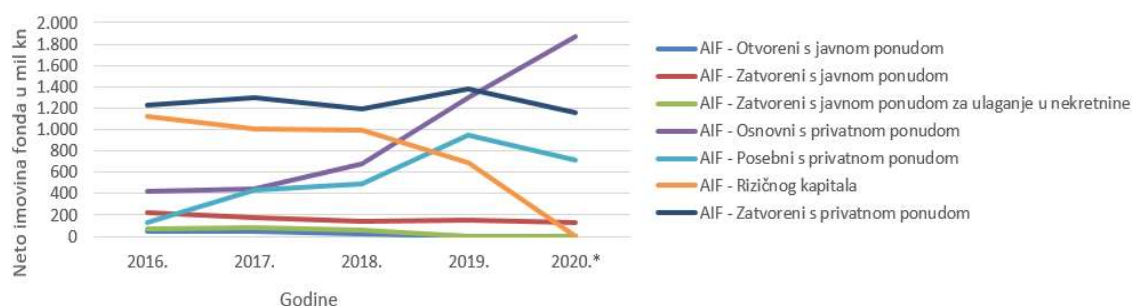


Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-2 o neto imovini investicijskih fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12 mjeseca

Analiziranjem neto imovine AIF-ova u RH, koja je prikazana na grafikonu 5, može se uočiti kako svi AIF-ovi s privatnom ponudom, osim osnovnog AIF-a s privatnom ponudom, bilježe nali pad neto imovine u posljednjoj 2020. godini, pri čemu je najveći pad zabilježen kod AIF-a rizičnog kapitala. Isti pad može se objasniti kao posljedica obeshrabljenih kvalificiranih investitora zbog novonastale krize uzrokovane koronavirusom. S druge strane, AIF-ovi s javnom ponudom održavaju relativno konstantnu razinu neto imovine u promatranom razdoblju, iako je ona relativno niska budući da je također njihov udio u ukupnoj neto imovini relativno malen.

**Grafikon 5 Neto imovina AIF-a u RH na kraju razdoblja u milijunima kuna (2016.-2020.)**



Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-2 o neto imovini investicijskih fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12 mjeseca

Tablica 2 prikazuje stanje neto imovine Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji u milijunima kuna, kao posebnog otvorenog investicijskog fonda namijenjenog hrvatskim braniteljima i članovima njihove obitelji. Može se uočiti pad vrijednosti neto imovine fonda u 2018. godini kada je ista iznosila 697,80 milijuna kuna. Do pada vrijednosti došlo je prvenstveno zbog pada cijena dionica Hrvatskog Telekomu (za 9,31%) koje čine više od 90% vrijednosti imovine ovog fonda.<sup>35</sup> Zanimljivo je da je vrijednost fonda u posljednje dvije promatrane godine (2019. i 2020.) stabilna što upućuje na to da se ovaj fond uspio u kratkom vremenu oporaviti od krize izazvane prvim valom koronavirusa.

<sup>35</sup> Revidirano financijsko izvješće Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji za 2018. godinu, <https://www.icam.hr/perch/resources/FondYR/fond-hrvatskih-branitelja-revidirani-fi-2018.pdf> (pristupljeno 20. kolovoza 2020.)

**Tablica 2 Neto imovina Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji u milijunima kuna (2016.-2020.)**

|                                      | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.07.2020 |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Neto vrijednost imovine fonda</b> | 818,89     | 856,41     | 697,80     | 946,63     | 946,34     |

Izvor: izrada autorice temeljem podataka na web stranici Fonda hrvatskih branitelja (<https://www.icam.hr/hr/fondovi/fond-hrvatskih-branitelja>)

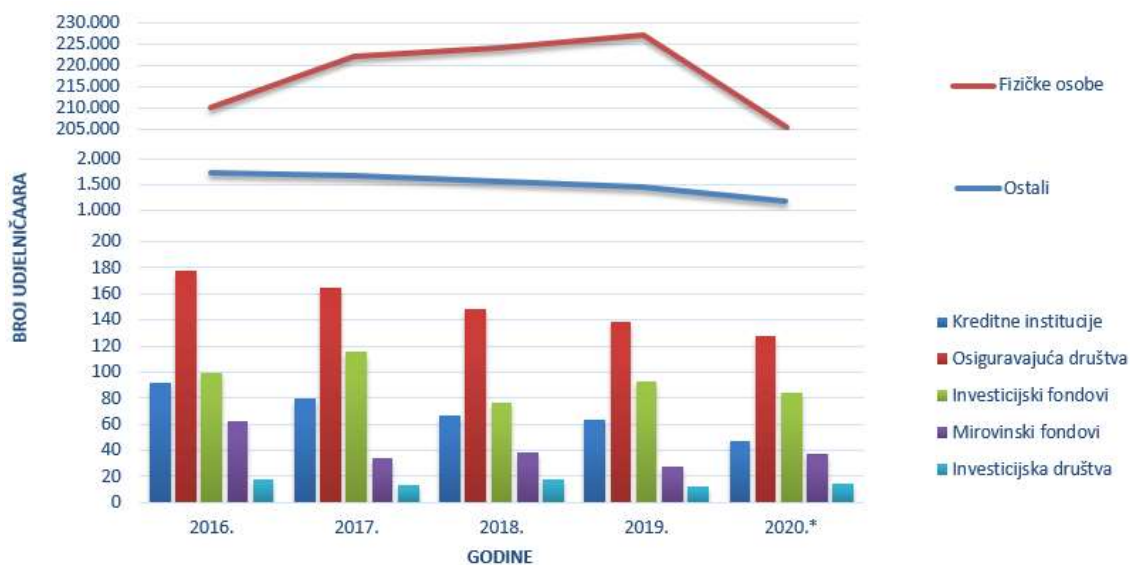
## **6.2 Pregled udjelničara u UCITS fondovima kroz petogodišnje razdoblje**

S obzirom da UCITS fondovi predstavljaju atraktivni oblik ulaganja na hrvatskom tržištu koji je namijenjen širokom krugu malih investitora, ali i kvalificiranim investitorima, u nastavku je prikazano kretanje broja udjelničara u UCITS fondovima. Općenito, iz grafikona 6 vidljivo je kako se broj institucionalnih investitora<sup>36</sup> za promatrano petogodišnje razdoblje konstantno smanjuje.

Od institucionalnih investitora koji ulažu u investicijske fondove dominiraju osiguravajuća društva, nakon kojih slijede investicijski fondovi te kreditne institucije. Najznačajniji udjelničari jesu fizičke osobe. Iz grafikona se može uočiti trend rasta fizičkih osoba u razdoblju 2016.-2019. kao posljedica povoljnih tržišnih i gospodarskih kretanja kako u RH tako i u Europi, što je stvorilo optimizam, povjerenje i sigurnost kod investitora. Međutim, u posljednjoj promatranoj godini (2020.), zabilježen je nagli pad broja fizičkih osoba koje ulažu u investicijske fondove kao reakcija na krizu uzrokovanu koronavirusom koja je narušila stabilnost gospodarstva u zemlji.

<sup>36</sup> U institucionalne investitore ubrajamo kreditne institucije, osiguravajuća društva, investicijske fondove, mirovinske fondove te investicijska društva

**Grafikon 6 Broj udjelničara u UCITS fondovima po kategoriji ulagača na kraju razdoblja (2016.-2020. g.)**

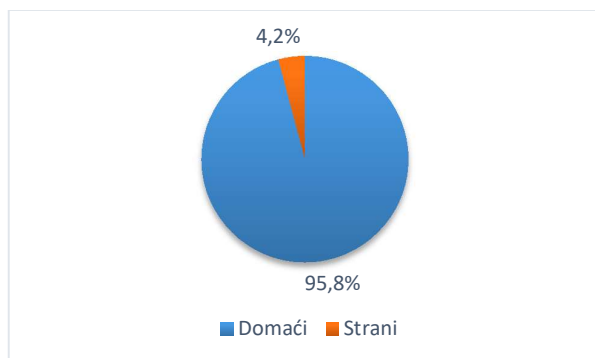


Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-11 o neto imovini i udjelničarima UCITS fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 6. mjeseca umjesto 12. mjeseca

Grafikon 7 prikazuje kako je na kraju lipnja 2020. godine više od 95% udjelničara bilo je domaćeg podrijetla. Ovaj pokazatelj upućuje na nedovoljno promoviranje investicijskih fondova na stranim tržištima te istodobno otvara mogućnosti za daljnji razvoj investicijskih fondova na međunarodnoj razini.

**Grafikon 7 Pregled udjelničara u UCITS fondovima po podrijetlu ulagača na kraju lipnja 2020.**



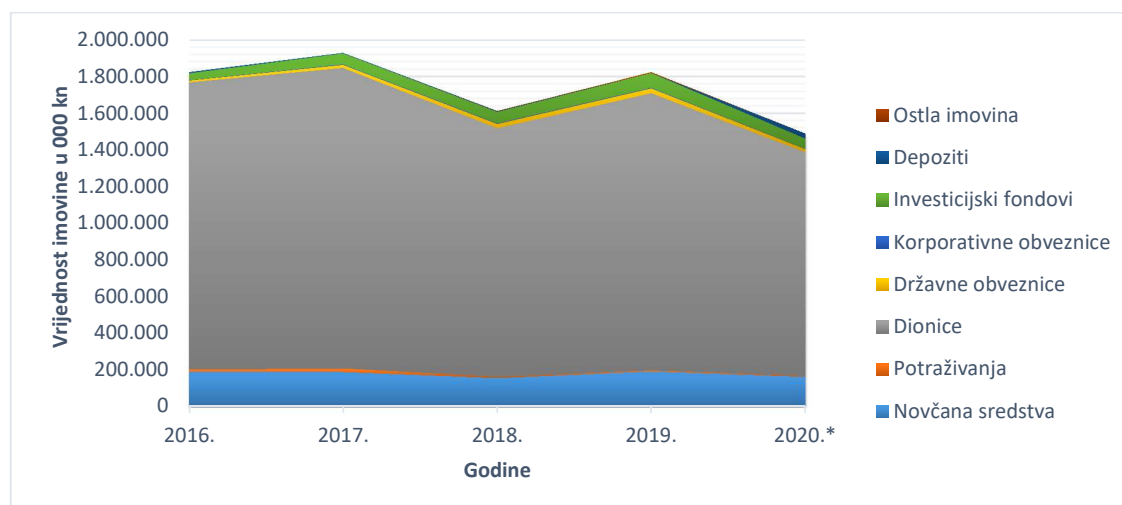
Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-11 o neto imovini i udjelničarima UCITS fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

### 6.3 Struktura ulaganja investicijskih fondova

Struktura ulaganja pojedinih vrsta investicijskih fondova djelomično je određena i regulirana zakonima o investicijskim fondovima koji uređuju poslovanje investicijskih fondova u RH. U nastavku je prikazana struktura ulaganja UCITS fondova iz koje je evidentno u koje je vrijednosnice i u kojim razinama ulagao pojedini UCITS fond u prošlom petogodišnjem razdoblju.

Dionički UCITS fondovi u prošlom petogodišnjem razdoblju ulagali su prvenstveno u dionice, odnosno više od 80% sredstava fonda uloženo je u dionice (prikazano na grafikonu 8). Od ostalih značajnijih ulaganja zabilježeno je ulaganje u novčana sredstva te investicijske fondove. Za promatrano razdoblje može se uočiti trend blagog smanjenja vrijednosti imovine koju dionički fondovi ulažu u vrijednosnice.

**Grafikon 8 Struktura ulaganja dioničkih UCITS fondova u RH na kraju razdoblja u 000 kn (2016.-2020.)**



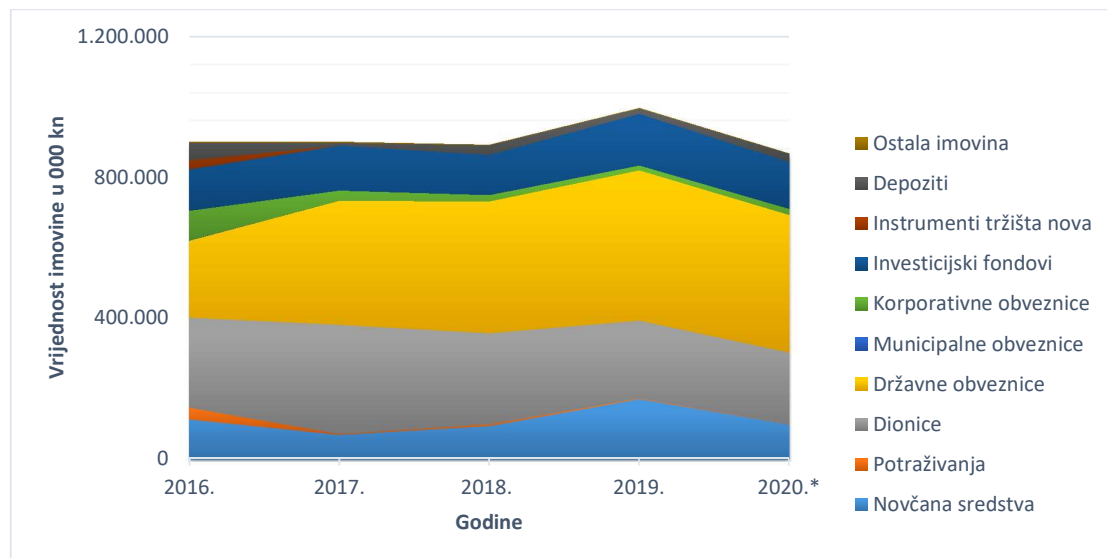
Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-4 o strukturi ulaganja dioničkih UCITS fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12. mjeseca

Kod mješovitih fondova može se uočiti vrlo heterogena struktura ulaganja koja osigurava ciljeve ulaganja mješovitih fondova, a to su postizanje stabilnog i relativno visokog prinosa uz prisutnost umjerenog rizika. Grafikon 9 prikazuje kako su u prošlom

petogodišnjem razdoblju ovi su fondovi ravnomjerno ulagali u dionice i državne obveznice, te nešto manje u investicijske fondove i novčana sredstva.

**Grafikon 9 Struktura ulaganja mješovitih UCITS fondova u RH: vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn**

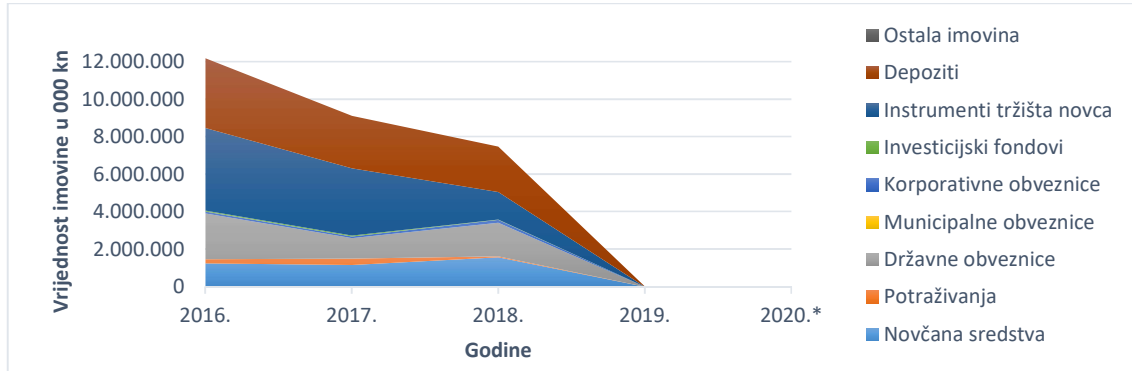


Izvor: izrada autorice prema Izveštaju B-5 o strukturi ulaganja mješovitih UCITS fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12. mjeseca

Grafikonom 10 prikazana je struktura ulaganja novčanih UCITS fondova za prošlo petogodišnje razdoblje iz kojeg se može očitati kako su isti fondovi najviše ulagali u depozite, instrumente tržišta novca, državne obveznice i novčana sredstva kao najsigurnije vrijednosnice na financijskom tržištu. U promatranom razdoblju došlo je do naglog smanjenja vrijednosti uloženi sredstava fonda, prvenstveno kao posljedica transformacije novčanih fondova u obvezničke fondove uslijed stupanja na snagu nove Uredbe o novčanim fondovima.

**Grafikon 10 Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u RH: vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn (2016.-2020.)**

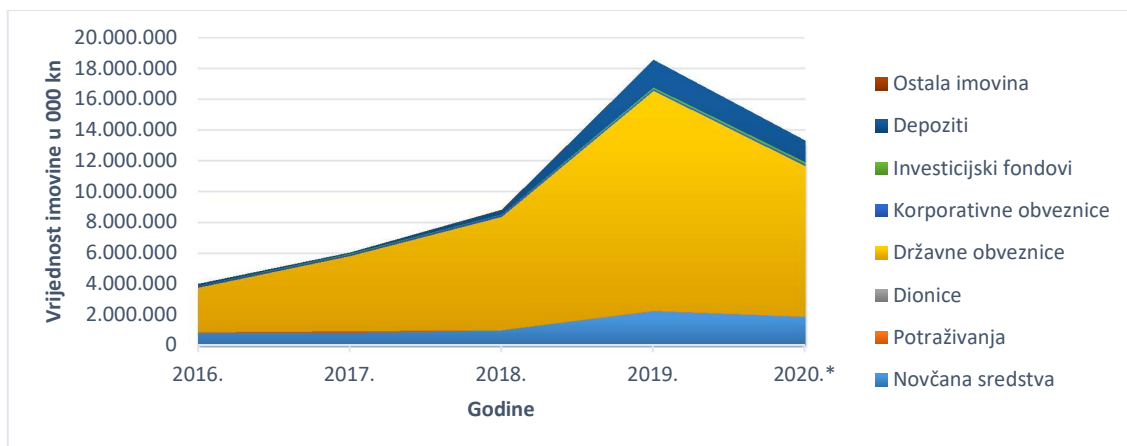


Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-7 o strukturi ulaganja novčanih UCITS fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12. mjeseca

Obveznički UCITS fondovi u prošlom petogodišnjem razdoblju ulagali su više od 72% imovine u državne obveznice, te manji dio imovine u korporativne obveznice i novčana sredstva. U razdoblju 2018.-2019. uočen je nagli porast uložene imovine ovog fonda zbog prethodno spomenute transformacije novčanih fondova u obvezničke. S druge strane, u posljednjoj promatranoj godini zabilježeno je smanjenje vrijednosti uložene imovine fondova zbog krize izazvane koronavirusom.

**Grafikon 11 Struktura ulaganja obvezničkih fondova u RH: vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn (2016.-2020.)**

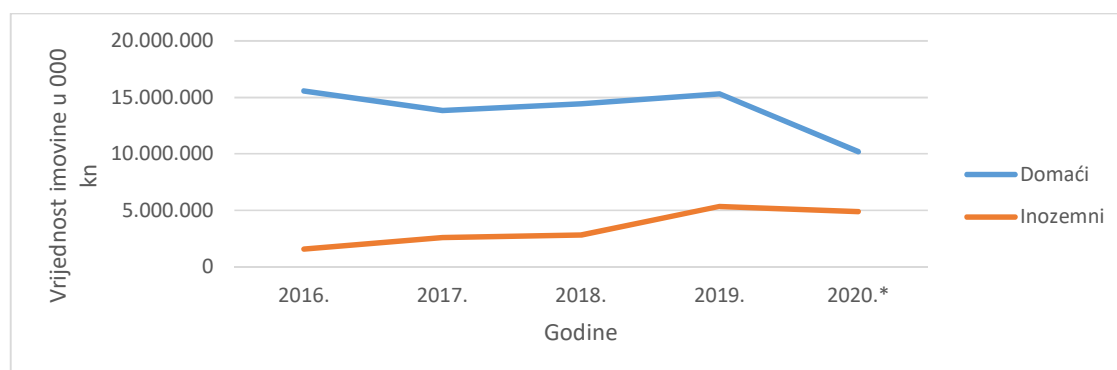


Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-6 o strukturi ulaganja obvezničkih UCITS fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12. mjeseca

Investicijski fondovi u Hrvatskoj praktiraju ulaganje u domaće vrijednosne papire što je vidljivo iz grafikona 12. Više od 80% vrijednosti imovine uloženo je u domaće vrijednosne papire. U promatranom razdoblju može se uočiti trend rasta vrijednosti imovine koja je uložena u inozemne vrijednosnice što upućuje na povećanje atraktivnosti ulaganja u inozemne vrijednosne papire. Do pada vrijednosti imovine uložene u domaće vrijednosnice u posljednjoj analiziranoj godini došlo je zbog pojave koronavirusa koji je negativno utjecao na gospodarska kretanja u zemlji.

**Grafikon 12 Struktura ulaganja UCITS fondova s obzirom na podrijetlo vrijednosnih papira za razdoblje 2016.-2020. (vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn)**



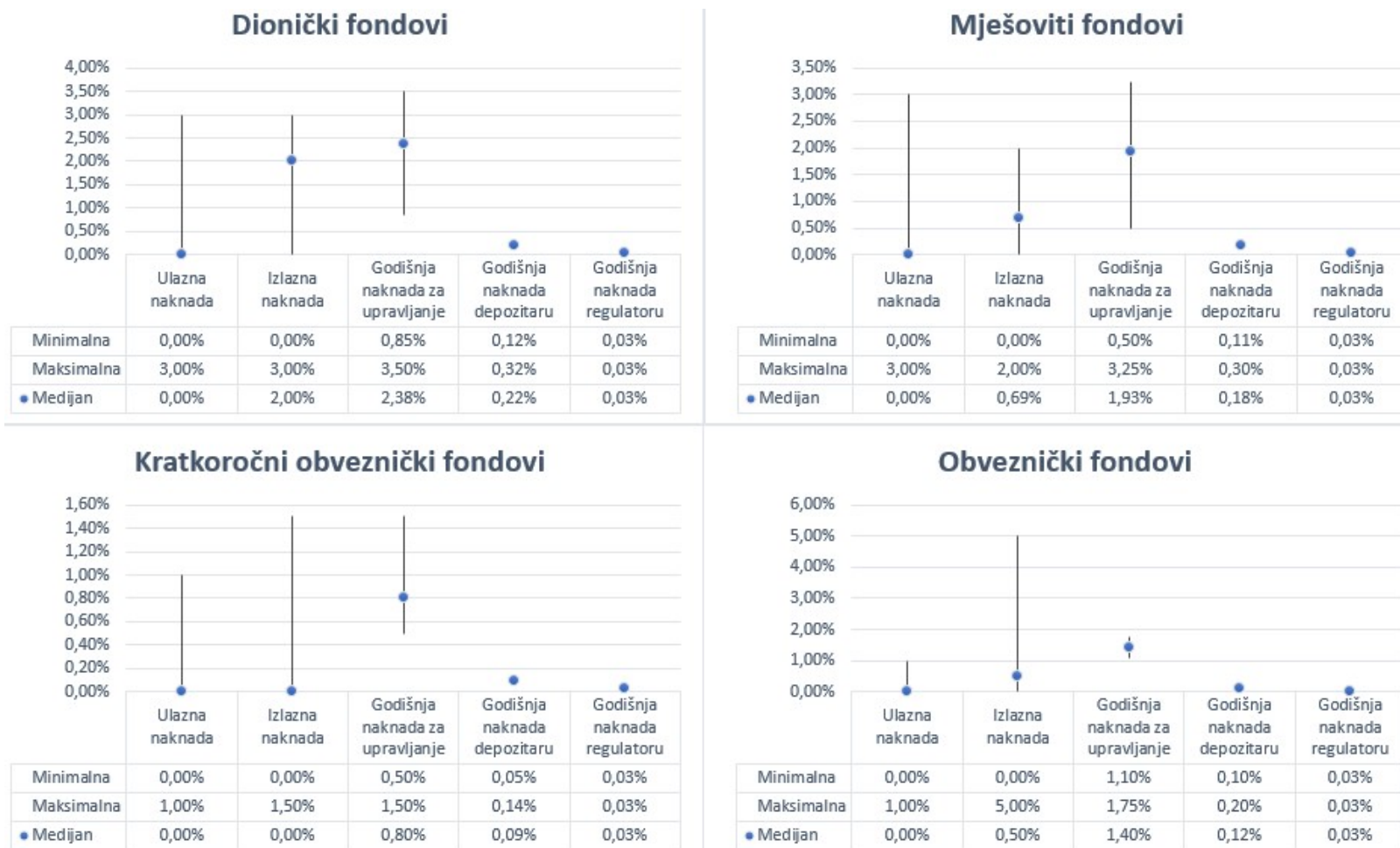
Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-3 o strukturi ulaganja UCITS fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

\*Napomena: za 2020. godinu su uzeti raspoloživi podaci na kraju 7. mjeseca umjesto 12. mjeseca



## 6.4 Pregled ukupnih troškova za UCITS fondove

Grafikon 13 Prikaz ukupnih troškova UCITS fondova u RH po vrstama fonda za srpanj 2020.



Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na portalu Hrportfolio ([www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr))

Uvidom u troškove investicijskih fondova u RH dostupnih na stranicama portala *Hrportfolio* te unutar prospekata investicijskih fondova može se zaključiti kako se isti sastoje od: ulazne naknade, izlazne naknade, godišnje naknade za upravljanje, godišnje naknade depozitaru te godišnje naknade regulatoru (HANFA-i). Na grafikonu 13 prikazano je u kojim se rasponima (u postocima) kreću pojedini troškovi za pojedine vrste investicijskih fondova u RH pri čemu su u analizi korišteni podaci o maksimalnim troškovima koji su bili navedeni na stranicama fonda.

Moguće je uočiti kako je trošak ulazne naknade najveći u mješovitim i dioničkim fondovima gdje isti iznosi do 3%. S druge strane najvišu izlaznu naknadu će investitori platiti ako ulažu u obvezničke (čak do 5%) ili dioničke fondove (do 3%). Moramo napomenuti da se iznos ulazne i izlazne naknade smanjuje za investitora ukoliko se radi o uplatama visokog iznosa, ili ukoliko se radi o duljim razdobljima investiranja. Godišnje naknade za upravljanje su najviše kod dioničkih i mješovitih fondova, što je opravdano s obzirom na rizik kojeg ovi fondovi preuzimaju prilikom ulaganja sredstava investitora budući da je isti relativno visok. Kod istih fondova zabilježene su i najveće varijacije u iznosima godišnje naknade za upravljanje. Godišnje naknade depozitaru u svim promatranim fondovima kreću se u približnim iznosima (oko 0,10-0-30%), dok je visina godišnje naknade regulatoru iste visine za sve dioničke fondove te ona iznosi 0,03%.

Prema Zakonu o investicijskim fondovima regulirano je kako ukupni troškovi ne smiju prelaziti 3,5% prosječne godišnje neto vrijednosti imovine te ukoliko isti prijeđu navedeni postotak, sve nastale troškove koji prijeđu navedeni postotak snosi društvo za upravljanje.<sup>37</sup>

## **6.5 Likvidnost fondova**

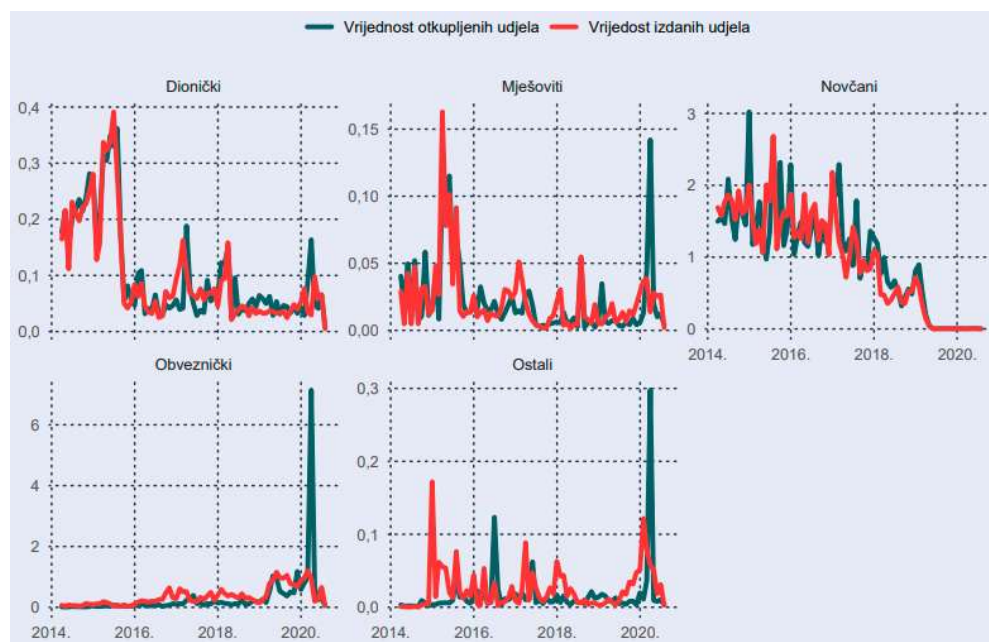
Od iznimne važnosti za svaki financijski subjekt je osiguravanje zadovoljavajuće razine likvidnosti, kako bi u neočekivanim situacijama subjekt mogao i dalje normalno poslovati. Investicijski fondovi su također dužni održavati dovoljnu razinu likvidnosti kako bi u svakom trenutku mogli isplatiti investitore koji su zatražili otkup njihovih udjela i/ili kako bi mogli održati poslovanje prilikom nastanka neočekivanih nepovoljnih uvjeta. Likvidnost investicijskih fondova pod nadzorom je HANFA-e kao regulatornog tijela.

---

<sup>37</sup> Narodne novine (2013). *Zakon o investicijskim fondovima*, <https://www.zakon.hr/z/366/Zakon-o-investicijskim-fondovima> (NN, br. 150/05) (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)

Grafikonom 14 prikazana je vrijednost uplata i isplata UCITS fondova u RH za proteklo šestogodišnje razdoblje iz koje možemo uočiti kako su već početkom 2020. godine investitori iznimno brzo reagirali na pojavu izvanredne situacije na svjetskom tržištu izazvanom koronavirusom prilikom čega su isti intenzivno započeli s povlačenjem svojih udjela u UCITS fondovima čime je vrijednost neto imovine fonda u vrlo kratkom razdoblju od sredine ožujka (11. ožujka = početak koronakrize) do kraja ožujka smanjena za čak 7 mlrd kuna, odnosno neto imovina fondova se u 20-ak dana smanjila za čak 30%.<sup>38</sup> Najveće povlačenje udjela zabilježeno je kod obvezničkih i mješovitih fondova, budući da u iste prvenstveno ulažu fizičke osobe koje su prilikom nastanka koronakrize postale opreznije i konzervativnije, odnosno nesklone preuzimanju daljnjeg rizika prilikom ulaganja. Naglo povlačenje udjela uzrokovalo je povećan rizik likvidnosti kod investicijskih fondova glede kojega je HNB ubrzo reagirala otkupom vrijednosnih papira RH te na taj način spriječila nastanak nestabilnosti koje su prijetile poslovanju investicijskih fondova.

**Grafikon 14 Prikaz vrijednosti uplata i isplata UCITS fondova u RH za razdoblje 2014.-2020. u mlrd. kn**



Izvor: HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, br. 4 (kolovoz 2020.), [https://www.hanfa.hr/media/4924/msr\\_h1\\_2020.pdf](https://www.hanfa.hr/media/4924/msr_h1_2020.pdf)

<sup>38</sup> HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, br. 4, (kolovoz 2020.), [website] [https://www.hanfa.hr/media/4924/msr\\_h1\\_2020.pdf](https://www.hanfa.hr/media/4924/msr_h1_2020.pdf) (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)

## 6.6 Pregled fondova u RH s obzirom na SRRI (sintetički indikator rizika i prinosa), VaR (rizičnost vrijednosti) i prinosa fondova

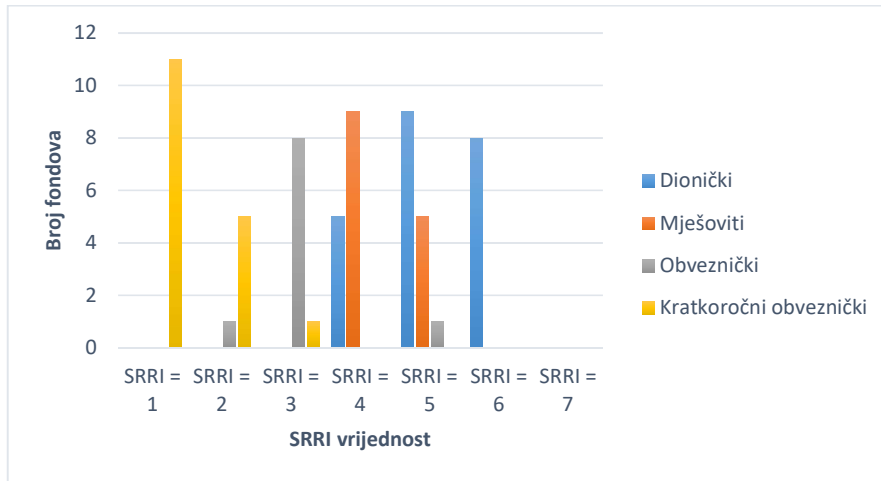
Sintetički indikator rizika i prinosa (SRRI) pokazatelj je kojim je predviđeno 7 kategorija rizičnosti fonda unutar kojih se mogu svrstati investicijski fondovi, prilikom čega razina 1 predstavlja najmanji rizik kojeg posjeduje investicijski fond, a 7 najveći rizik. Prilikom izračuna pokazatelja SRRI uzimaju se u obzir povijesne cijene fonda temeljem čega se izračunava razina volatilnosti fonda kojoj se potom pripisuje određena razina (broj) SRRI.<sup>39</sup> Što je volatilnost investicijskog fonda veća, to je pokazatelj SRRI veći te isto upućuje na veći potencijalni prinos, ali i veći eventualni gubitak temeljem ulaganja u isti fond. Međutim, investitori moraju pokazatelj SRRI uzeti s dozom opreznosti budući da isti kao temeljne ulazne podatke uzima povijesne cijene fonda koje ne moraju nužno predstavljati pravu sliku o kretanju prinosa fondova; naročito zbog nastupanja izvanrednih događaja kao što je to primjerice slučaj s koronakrizom i sl.

Grafikon 15 pokazuje kako je u srpnju 2020. godine kod obvezničkih fondova dominirao SRRI 3, dok su kratkoročni obveznički fondovi bili koncentrirani unutar SRRI 1 i SRRI 2. Dionički fondovi koji su nešto rizičniji od prethodno navedenih prvenstveno su se nalazili unutar skupine SRRI 5 i 6 te nešto manje unutar skupine SRRI 3, dok su se mješoviti fondovi nalazili unutar skupine SRRI 4 te nešto manje unutar skupine SRRI 5. Nadalje, možemo uočiti kako u RH nije postojala ponuda najrizičnijih fondova sa pokazateljem SRRI 7.

---

<sup>39</sup> Istražite svijet ulaganja. PBZ Invest. [brošura] - [https://www.pbzinvest.hr/UserDocImages/dokumenti/PBZ\\_Invest%20bros%CC%8Cura%20\\_FINAL%20TISAK\\_.pdf](https://www.pbzinvest.hr/UserDocImages/dokumenti/PBZ_Invest%20bros%CC%8Cura%20_FINAL%20TISAK_.pdf) (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)

**Grafikon 15 Pregled fondova u RH prema pokazatelju SRRI za srpanj 2020.**



Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na portalu Hrportfolio ([www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr))

VaR (rizičnost vrijednosti; eng. Value at Risk) je pokazatelj koji prikazuje koliki je udio imovine investicijskog fonda izložen riziku, odnosno prikazuje koliki maksimalni gubitak može investitor ostvariti ulaganjem u investicijski fond uz 95% pouzdanosti. Izračunava se temeljem iznosa cijena udjela fonda za prošlo dvogodišnje razdoblje.<sup>40</sup> Primjerice, ako VaR pokazatelj investicijskog fonda iznosi 5% te investitor posjeduje u istom fondu udjel u iznosu 10.000 kn, investitor može s 95%-tnom sigurnošću očekivati da njegov gubitak neće biti veći od 500 kn.

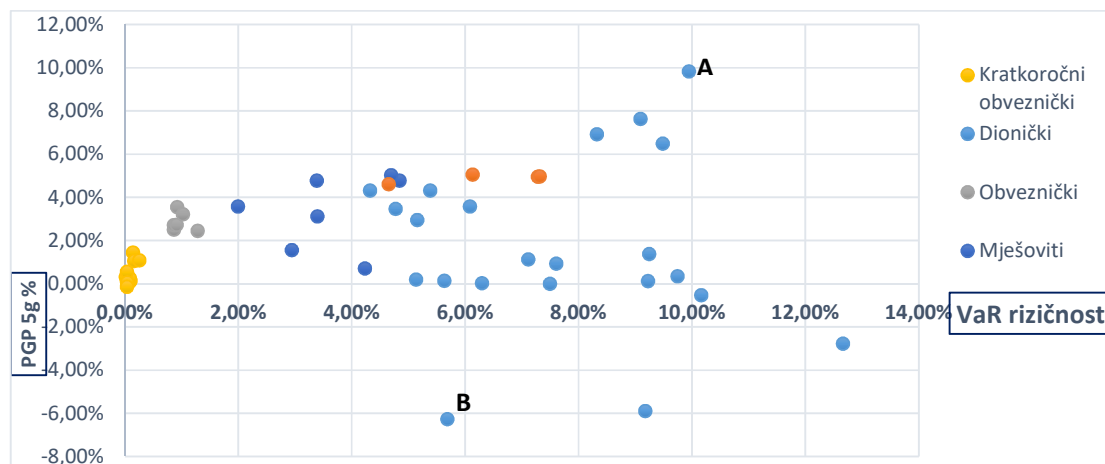
Grafikonom 16 prikazan je pregled investicijskih fondova s obzirom na pokazatelj VaR te PGP 5g %<sup>41</sup> za srpanj 2020. godine. Isti grafikon pokazuje kako su kratkoročni obveznički fondovi ostvarili prosječne petogodišnje prinose do maksimalno 2%, uz maksimalni VaR 0,25%. Obveznički fondovi koncentrirali su se oko razine pokazatelja VaR u iznosu od 1% uz PGP 5g% pokazatelj u iznosu 3,5%. Kod mješovitih i dioničkih fondova može se uočiti veća raspršenost s obzirom na analizirane pokazatelje, prilikom čega se kod mješovitih fondova VaR pokazatelj kretao 2-5% uz PGP 5g% u vrijednosti 1-5,5%, dok se VaR kod dioničkih fondova kretao u rasponu 4-13% uz PGP 5g% u vrijednosti od -7% do 10%. Ova izrazito visoka raspršenost kod dioničkih fondova potvrđuje činjenicu kako ulaganje u dioničke fondove donosi veliki

<sup>40</sup> Portal Hrportfolio, <https://hrportfolio.hr/o-fondovima/rizici-vezani-uz-investiranje-u-fond#Kako-je-oznacena-rizicnost-fonda> (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)

<sup>41</sup> PGP 5g % predstavlja prosječni godišnji prinos u posljednjih 5 godina iskazan u postocima

rizik za investiture. Primjerice, da je investitor na petogodišnje razdoblje uložio u dionički fond "A" ostvario bi prinos u visini 10% (VaR 9,8%), dok bi da je uložio u dionički fond "B" ostvario gubitak u visini -6,5% (VaR 5,7%).

**Grafikon 16 Pregled investicijskih fondova u RH s obzirom na pokazatelj VaR i PGP 5g % za srpanj 2020.**



Izvor: izrada autorice prema podacima dostupnim na portalu Hrportfolio ([www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr))

## 7 PRIJEVARE, ZLOUPORABE, SUKOB I INTERESA I KRIZE TE NJIHOV UTJECAJ NA VOLATILNOST INVESTICIJSKIH FONDOVA

Prijevare kao i sukobi interesa pojavljuju se u svim sferama našega života stoga iste ne predstavljaju iznimku ni pri poslovanju investicijskih fondova. Prijevare na tržištu kapitala pa tako i na tržištu investicijskih fondova ostvaruju se s ciljem stjecanja materijalne koristi, iako nije uvijek lako dokazati da je počinitelj prijevare unaprijed istu smislio kako bi stekao protupravnu korist.<sup>42</sup> S druge strane, sukobi interesa nastupaju u trenutku kada postoji asimetričnost informacija prilikom čega počinitelj na temelju povlaštenih informacija koje su samo njemu poznate poduzima radnje koje mu donose korist, a koje su u suprotnosti sa zakonskim odredbama. Velike prijevare mogu uzrokovati nastanak skandala i kriza u nacionalnom gospodarstvu i šire koji izazivaju velike poremećaje i nesigurnosti na financijskom tržištu. Investitori uslijed ovakvih događaja gube povjerenje u financijski sustav zbog čega nisu spremni na nova ulaganja; štoviše povlače i postojeće udjele koje imaju u investicijskim fondovima što dodatno povećava volatilitnost cijena udjela investicijskih fondova. Kako bi se smanjila mogućnost nastanka ovakvih događaja potrebno je veliku važnost pridodati regulatornim tijelima na financijskom tržištu koji će pravovremeno spriječiti nastanak prijevara i općenito negativnih posljedica za gospodarstvo neke zemlje.

Karakteristične zlouporabe koje se javljaju pri poslovanju investicijskih fondova jesu:<sup>43</sup>

- *Kasno trgovanje* (eng. *late trading*) – označava trgovanje s narudžbama primljenim nakon vremena presjeka (primjerice 14h) po cijeni u vremenu presjeka koje je zakonom zabranjeno budući da se iste transakcije moraju izvršiti po cijeni koja će biti formirana idućeg dana
- *Market timing* – označava neetičnost poslovnog ponašanja uslijed iskorištavanja razlika u vremenskim zonama koje otvaraju prostor za arbitražu zbog posjedovanja povlaštenih informacija koje nisu uključene u cijene prilikom zatvaranja fonda

---

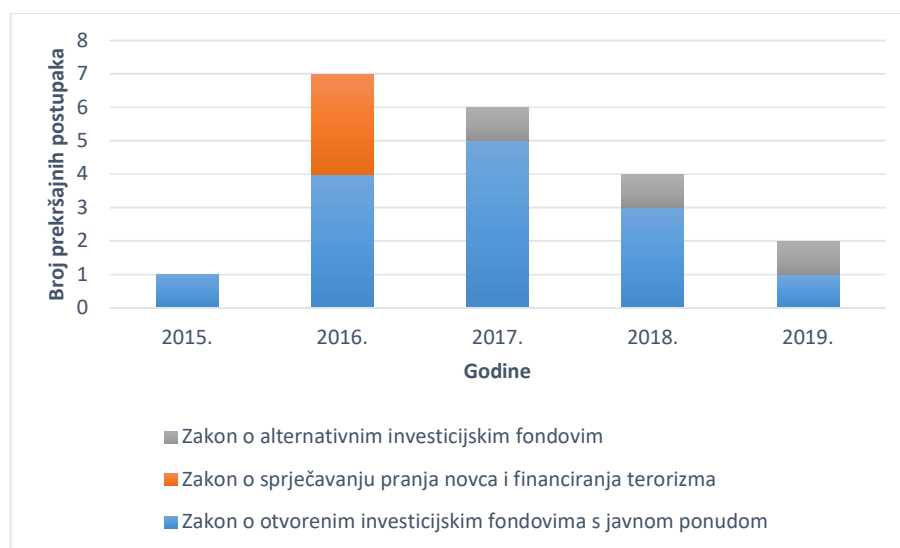
<sup>42</sup> M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, *opt. cit.* str. 119.

<sup>43</sup> F. S. Mishkin i S. G. Eakins, *op. cit.*, str 502.

## 7.1 Pregled prekršajnih postupaka u Republici Hrvatskoj

U Republici Hrvatskoj HANFA regulira poslovanje investicijskih fondova te je ista zadužena za podnošenje prekršajnih postupaka kako bi spriječila nastanak prijevara i sukoba interesa na području djelovanja investicijskih fondova te istodobno zaštitila interese malih te kvalificiranih investitora. U nastavku je prikazan pregled optužnih prijedloga koje je podnijela HANFA za petogodišnje razdoblje. Najviše optužnih prijedloga protiv investicijskih fondova podnijeto je 2016. godine nakon koje se broj podnijetih optužnih prijedloga postepeno smanjuje. Glavni razlozi podnošenja optužnih prijedloga u 2016. godini bili su neposjedovanje primjerenih općih organizacijskih uvjeta; neprovođenje dubinskih analiza rizika stranaka i transakcija zbog čega je povrijeđen Zakon o sprječavanju pranja novca i financiranja terorizma; te ulaganje imovine u pojedine vrijednosnice u koje nije dopušteno ulagati prema zakonu.<sup>44</sup> U prošloj, 2019. godini, ponijeta su samo dva optužna prijedloga, od kojih je jedan podniet zbog neusklađenosti kapitala društva za upravljanje AIF, a drugi zbog nedostataka informacija u dokumentu KIID koje nisu pružale temeljite informacije ključne za investitore.

**Grafikon 17 Broj optužnih prijedloga koje je podnijela HANFA protiv investicijskih fondova, za razdoblje 2015.-2019., s obzirom na vrstu zakona koji je povrijeđen**



Izvor: izrada autorice prema Godišnjim izvještajima HANFA-e za 2015., 2016., 2017., 2018. i 2019. godinu, <https://www.hanfa.hr/publikacije/godisnje-izvjesce/>

<sup>44</sup>HANFA, *Godišnje izvješće 2019.*, str. 20, [website] [https://www.hanfa.hr/media/3469/godisnje-izvjesce-2016\\_isp.pdf](https://www.hanfa.hr/media/3469/godisnje-izvjesce-2016_isp.pdf) (pristupljeno 24. kolovoza 2020.).



## 7.2 Posljedice kriza na investicijske fondove u RH

Od sredine 90-ih godina 20. Stoljeća, odnosno početka razvoja investicijskih fondova u RH pa do danas tri su krize koje su duboko potresle svjetsko financijsko tržište, pa neposredno i hrvatsko tržište kapitala.

Azijska kriza nastupila je 1997. godine te je ista uzrokovala niz ozbiljnih financijskih i gospodarskih poremećaja na tržištu. Azijska kriza imala je utjecaj na hrvatsko tržište kapitala što je vidljivo analiziranjem pokazatelja Crobex koji je te godine pao za 62%.<sup>45</sup> S obzirom da su se prvi privatizacijski investicijski fondovi u Hrvatskoj pojavili upravo ove godine, ne možemo analizirati utjecaj krize na kretanje imovine fondova pošto se ista tek počela formirati, ali je moguće konstatirati kako je Azijska kriza dovela do fluktuacija na hrvatskom tržištu što je moglo povećati nesigurnost kod investitora i u konačnici ograničiti daljnji normalan rast i razvoj investicijskih fondova u Hrvatskoj koji je netom započeo.

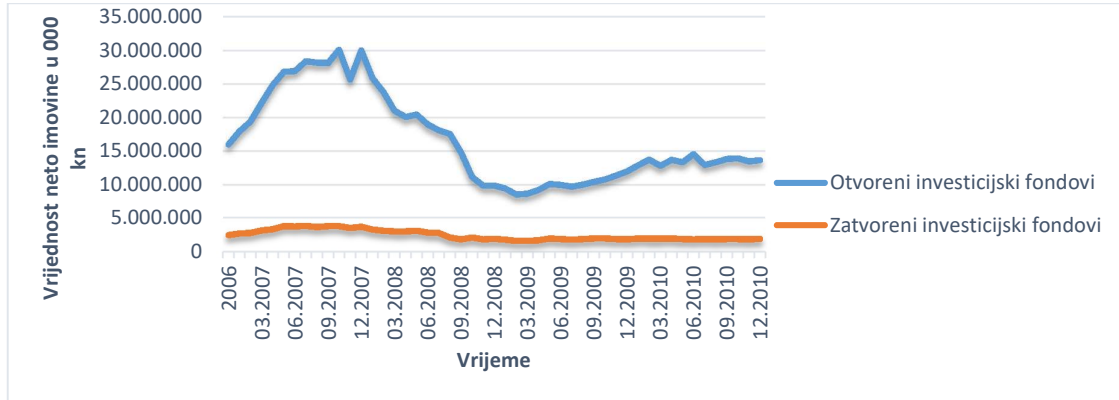
Velike negativne posljedice na hrvatsko gospodarstvo ostavila je za sobom globalna financijska kriza iz 2008. godine koja je uzrokovala naglo povećanje nezaposlenosti, pad BDP-a i potrošnje u zemlji te nestabilnost hrvatskog financijskog tržišta općenito. Hrvatsko se gospodarstvo godinama oporavljalo kako bi ponovno postiglo stabilnost na financijskom tržištu u 2015. godini. Nakon nepunih pet godina bilježenja prosperiteta, hrvatsko gospodarstvo kao i svjetsko gospodarstvo suočeno je s novom krizom izazvanom koronavirusom.

Na grafikonima u nastavku prikazan je utjecaj globalne financijske krize te koronakrize na investicijske fondove u Hrvatskoj iz kojih se može uočiti da prilikom nastupanja krize u zemlji investitori postaju nesigurni, gube povjerenje u financijski sustav, povlače svoje udjele iz investicijskih fondova te nisu skloni preuzimanju novih rizika kao ni novim ulaganjima. Na grafikonu 18 može se vidjeti kako se zbog povlačenja udjela neto vrijednost imovine od kraja 2007. do kraja 2008. godine smanjila za više od 50% u odnosu na početak krize. Nadalje, naglim povlačenjem uloga od strane investitora narušava se likvidnost investicijskih fondova čime se narušava njihovo normalno poslovanje.

---

<sup>45</sup> M. Klačmer Čalopa i M. Cingula, *opt. cit.* str. 126.

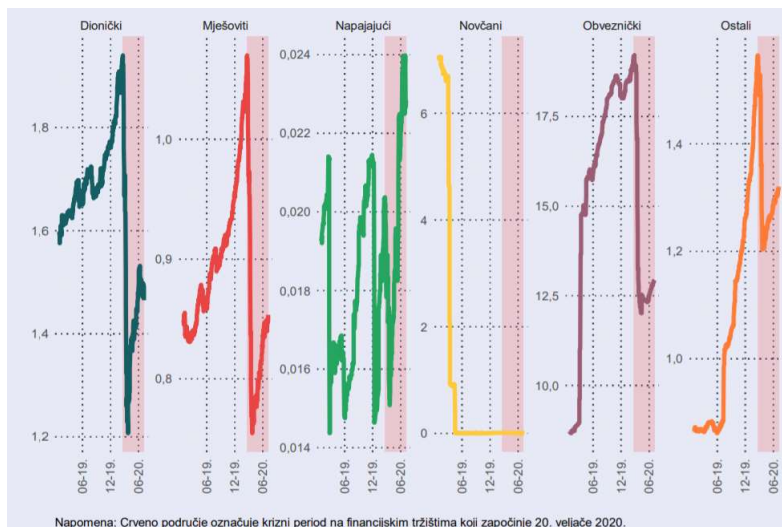
**Grafikon 18 Kretanje neto imovine investicijskih fondova u RH u vrijeme globalne financijske krize 2008. g. u 000 kn**



Izvor: izrada autorice prema Izvještaju B-2 o neto imovini investicijskih fondova, (HANFA, [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr))

Grafikon 19 prikazuje utjecaj koronakrize na kretanje neto imovine investicijskih fondova iz kojeg je vidljivo kako je pojava krize najviše utjecala na pad vrijednosti obvezničkih i dioničkih fondova, te nešto manje na pad mješovitih fondova. Pad u vrijednosti neto imovine investicijskih fondova može se povezati s većom oprežnošću i pojavom nesigurnosti kod investitora koji su nakon proglašenja epidemije izazvane koronavirusom ubrzano reagirali povlačenjem sredstava iz fondova kako bi ih plasirali u sigurnije instrumente ulaganja kao što su bankovni depoziti i sl.

**Grafikon 19 Kretanje neto imovine investicijskih fondova u RH u vrijeme koronakriza u milijardama kuna**



Izvor: HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, br. 4, str 15. (kolovoz 2020.), [https://www.hanfa.hr/media/4924/msr\\_h1\\_2020.pdf](https://www.hanfa.hr/media/4924/msr_h1_2020.pdf)

## 8 ZAKLJUČAK

Investicijski fondovi su financijske institucije koje prikupljaju novčana sredstva od zainteresiranih investitora te ista sredstva ulažu u različite vrijednosnice na tržištu diverzificirajući na taj način rizik ulaganja. Privlačni su investitorima jer nude široki izbor fondova s različitim strukturama ulaganja temeljem čega investitor može odabrati fond s obzirom na prinos kojeg želi ostvariti i visinu rizika kojeg je spreman prihvatiti. Svaki investicijski fond dužan je pružiti na uvid statut, prospekt, pravila fonda, KIID fonda te izvještaje potencijalnom investitoru kako bi isti mogao donijeti racionalnu odluku prilikom odlučivanja u koji će fond uložiti.

U Hrvatskoj se prvi investicijski fondovi pojavljuju sredinom 90-ih godina prošlog stoljeća. Investicijske fondove osnivaju društva za upravljanje investicijskim fondovima koja ujedno i upravljaju investicijskim fondovima tako što ulažu sredstva investitora u financijske instrumente na tržištu kako bi na istima zaradili i na taj način ostvarili korist za investitore. O imovini fonda skrbi depozitna banka u kojoj su položena sredstva i koja prati rad investicijskih fondova u korist zaštite interesa investitora. HANFA daje investicijskim fondovima odobrenje za rad te nad istima provodi nadzor kako bi poslovali u skladu s propisima i zakonskim odredbama.

Investicijske fondove možemo općenito podijeliti na zatvorene investicijske fondove koji trguju dionicama koje se prodaju na burzi te na otvorene investicijske fondove koji trguju udjelima koje su isti dužni otkupiti na zahtjev investitora. U Hrvatskoj možemo investicijske fondove podijeliti u dvije skupine: UCITS fondovi i AIF-e. UCITS fondovi prevladavaju na hrvatskom tržištu. To su fondovi s javnom ponudom koji su otvoreni za široku javnost, a unutar njih se razlikuju novčani, obveznički, mješoviti, dionički i napajajući fondovi ovisno o vrsti vrijednosnica u koje fond primarno ulaže. Alternativni investicijski fondovi (AIF) su manje zastupljeni prvenstveno iz razloga što ulažu u rizičnije vrijednosnice na tržištu, ali i zato što je većina njih namijenjena kvalificiranim investitorima (radi se o fondovima s privatnom ponudom).

U Hrvatskoj broj investicijskih fondova u zadnjih pet godina bilježi stalni porast, te je uočen sve veći interes fizičkih osoba za ulaganje u investicijske fondove (u 2019. ih je bilo više od 225.000). Zbog sve veće zainteresiranosti investitora koji žele ulagati u fondove, tržište investicijskih fondova bilježi ubrzani rast i razvoj u Republici Hrvatskoj, neto imovina fondova raste te investicijski fondovi obogaćuju svoju ponudu izdavanjem

novih oblika fondova (npr. pojava prvih napajajućih fondova u RH u 2018. g.). Prilikom promatranja kretanja neto imovine, uočene su velike promjene u kretanju neto imovine novčanih te obvezničkih fondova do kojih je došlo 2019. godine nakon stupanja na snagu Uredbe o novčanim fondovima prilikom čega su gotovo svi novčani fondovi nastavili s poslovanjem kao obveznički fondovi što je za posljedicu imalo enormni pad neto imovine novčanih fondova u korist porasta imovine obvezničkih fondova. Analiziranjem strukture ulaganja UCITS fondova, uočeno je kako sve vrste fondova posjeduju zadovoljavajuću strukturu ulaganja s obzirom na ciljeve ulaganja koje podrazumijevaju određenu razinu rizika za pojedinu razinu prinosa. Investicijski fondovi u RH ulažu više od 75% sredstva u domaće vrijednosnice, dok istodobno ulaganje u inozemne vrijednosnice postaje sve atraktivnije što je pozitivno jer ulaganje na međunarodnom tržištu smanjuje rizik zemlje (koji je izazvan zbog nestabilnosti u zemlji).

Ukupni troškovi koje snose investitori prilikom ulaganja u investicijski fond razlikuju se ovisno o vrsti fonda kojeg je investitor odabrao, prilikom čega se najviše razlikuju naknade za upravljanje koje su više kod onih fondova koji osiguravaju veći prinos što podrazumijeva i postojanje većeg rizika. Godišnja naknada regulatoru ista je za sve fondove te ista iznosi 0,03%, dok se godišnja naknada depozitaru kreće u rasponu 0,05-0,32%. Izlazne i ulazne naknade se najviše razlikuju između fondova, te iste se smanjuju što je veći iznos kojeg investitor ulaže u fond i što je dulje razdoblje ulaganja.

Prijevare i zlouporabe postaju relativno čest slučaj pri poslovanju investicijskih fondova u svijetu. U Hrvatskoj je HANFA kao regulacijsko tijelo zadužena za nadzor fondova kako bi se iste prijevare i zlouporabe spriječile. Broj optužnih prijedloga nad investicijskim fondovima u RH bilježi trend smanjenja u prošlom petogodišnjem razdoblju, te su posljednje godine zabilježene manje nepravilnosti, što može dodatno ulijevati sigurnost investitorima za nova ulaganja.

Promatranjem utjecaja globalne financijske krize te koronakrize na investicijske fondove uočeno je zamjetno smanjenje neto imovine investicijskih fondova uzrokovano povlačenjem udjela investitora iz fonda. To dovodi do zaključka kako su investitori, i to naročito fizičke osobe koje prevladavaju kao investitori u RH, iznimno osjetljivi na pojavu nestabilnosti na tržištu prilikom čega isti postaju vrlo konzervativni i neskloni daljnjem ulaganju i preuzimanju rizika zbog čega povlače udjele iz fondova kako bi iste

uložili u sigurnije oblike ulaganja, a sve to narušava likvidnost te ponekad i dovodi u pitanje opstanak pojedinih investicijskih fondova.

U prošlogodišnjem petogodišnjem razdoblju zabilježen je veliki napredak u pogledu ponude i regulacije investicijskih fondova čime investicijski fondovi kao takvi postaju još atraktivniji za investitore. Međutim pojava koronavirusa u 2020. godini uzrokovala je pad vrijednosti neto imovine fondova te na taj način usporila njihov daljnji rast i razvoj. S druge strane, investicijski fondovi nedovoljno su promovirani izvan zemlje što pokazuje podatak da strani investitori čine manje od 5% ukupnih udjelničara u UCITS fondovima. Ovo je samo jedna od brojnih mogućnosti koja otvara prostor za daljnji razvoj investicijskih fondova na području Republike Hrvatske.

## POPIS LITERATURE

### Knjige:

- Klačmer Čalopa, M., Cingula, M., *Financijske institucije i tržište kapitala*, Varaždin, TIVA Tiskara Varaždin, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009.
- Leko, V., *Financijske institucije i tržišta*, Pomoćni materijali za izučavanje, Zagreb, Ekonomski fakultet Zagreb, 2008.
- Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *Financijska tržišta + institucije*, Zagreb, Mate d.o.o., 2005.
- Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb, Mate d.o.o., 2016.

### Stručni članci:

- B. Morić Milovanović i F. Galetić, "Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj", *Financijska teorija i praksa*, vol. 30, br. 1, str. 79-91, 2006. [Online]. <https://hrcak.srce.hr/5243> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)
- D. Jurić, "Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj", *Financijska teorija i praksa*, vol. 29, br. 4, str. 385-398, 2005. [Online]. <https://hrcak.srce.hr/353> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)
- D. Jurić, „Položaj depozitne banke u odnosu na društvo za upravljanje i investicijski fond", *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, vol. 29, br. 2, str. 1020., 2008. [Online]. <https://hrcak.srce.hr/40706> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)
- D. Jurić, "Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti", *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, vol. 29, br. 1, str. 149-185, 2008. [Online]. <https://hrcak.srce.hr/25344> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)
- E. Čulinović-Herc, "Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima", *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, vol. 28, br. 1, str. 75-106, 2007. [Online]. <https://hrcak.srce.hr/25363> (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

## Zakoni:

- Narodne novine (2020). *Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom* (NN 44/16, 126/19), <https://www.zakon.hr/z/564/Zakon-o-otvorenim-investicijskim-fondovima-s-javnom-ponudom>, (pristupljeno: 11. lipnja 2020.)
- Narodne novine (2020). *Zakon o porezu na dohodak* (NN 115/16, 106/18, 121/19, 32/20) <https://www.zakon.hr/z/85/Zakon-o-porezu-na-dohodak>, (pristupljeno 11. lipnja 2020.)
- Narodne novine, br 25/07, *Pravilnik kojim se uređuje poslovanje društva za upravljanje investicijskim fondovima*, <http://www.propisi.hr/print.php?id=5552>, (pristupljeno 11. lipnja 2020.)
- Narodne novine (2013). *Zakon o investicijskim fondovima*, <https://www.zakon.hr/z/366/Zakon-o-investicijskim-fondovima>, (NN, br. 150/05) (pristupljeno 30. lipnja 2020.)
- Narodne novine (2020.) *Zakon o alternativnim investicijskim fondovima* (NN 12/18, 126/19), <https://www.zakon.hr/z/565/Zakon-o-alternativnim-investicijskim-fondovima>, (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

## Internetski izvori:

- Fond hrvatskih branitelja, [website] (<https://www.icam.hr/hr/fondovi/fond-hrvatskih-branitelja>), (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)
- Fondovi.hr, [website] <https://www.fondovi.hr/edukacija/prednosti-i-nedostaci-ulanjanja-u-otvorene-investicijske-fondove/>, (pristupljeno 11. lipnja 2020.)
- HANFA, *Godišnje izvješće*, [website], 2015., 2016., 2017., 2018., 2019. <https://www.hanfa.hr/publikacije/godisnje-izvjesce/>, (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)
- HANFA, *Investicijski fondovi*, <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/>, (pristupljeno 11. lipnja 2020.)
- HANFA, *Investicijski fondovi*. [Brošura] <https://www.hanfa.hr/media/3389/za-web-investicijski-fondovi-2019.pdf>, (pristupljeno 11. lipnja 2020.)
- HANFA, *Investicijski fondovi, Regulatorna*, [website] <https://hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulatorna>, (pristupljeno 30. lipnja 2020.)

- HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika, br. 4* (kolovoz 2020.), [https://www.hanfa.hr/media/4924/msr\\_h1\\_2020.pdf](https://www.hanfa.hr/media/4924/msr_h1_2020.pdf), (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)
- HANFA, *Statistika, Izvešća*, [website], Izvešća od B-1 do B-12, <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/>, (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)
- HBOR, *Fondovi za gospodarsku suradnju*. [website] <https://www.hbor.hr/fondovi-za-gospodarsku-suradnju-fgs/>, (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)
- Investopedia, [website] <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>, (pristupljeno 30. lipnja 2020)
- PBZ Invest. *Istražite svijet ulaganja*. [brošura] - [https://www.pbzinvest.hr/UserDocImages/dokumenti/PBZ\\_Invest%20bros%CC%8Cura%20\\_FINAL%20TISAK\\_.pdf](https://www.pbzinvest.hr/UserDocImages/dokumenti/PBZ_Invest%20bros%CC%8Cura%20_FINAL%20TISAK_.pdf), (pristupljeno 24. kolovoza 2020.)
- Portal Hrportfolio, [website], [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr), (pristupljeno 11. lipnja 2020.)
- The Investment Funds Institute of Canada, [website] <https://www.ific.ca/en/articles/who-we-are-history-of-mutual-funds/>, (pristupljeno 30. lipnja 2020.)
- Raiffeisen Invest, [website] <https://www.rbainvest.hr/investicijski-fondovi/posebni-fondovi>, (24. kolovoza 2020.)



## POPIS GRAFIKONA

|  |    |
|--|----|
| Grafikon 1 Kretanje broja investicijskih fondova u RH u razdoblju 06.2016.-06.2020.....  | 23 |
| Grafikon 2 Kretanje broja Alternativnih investicijskih fondova u RH na kraju razdoblja (2016-2020. g.) .....   | 24 |
| Grafikon 3 Kretanje broja UCITS fondova u RH na kraju razdoblja (2016.-2020. g.) .....   | 25 |
| Grafikon 4 Neto imovina UCITS fondova u RH na kraju razdoblja u milijunima kuna (2016.-2020.) .....  | 26 |
| Grafikon 5 Neto imovina AIF-a u RH na kraju razdoblja u milijunima kuna (2016.-2020.) .....  | 27 |
| Grafikon 6 Broj udjelničara u UCITS fondovima po kategoriji ulagača na kraju razdoblja (2016.-2020. g.) .....  | 29 |
| Grafikon 7 Pregled udjelničara u UCITS fondovima po podrijetlu ulagača na kraju lipnja 2020. ....  | 29 |
| Grafikon 8 Struktura ulaganja dioničkih UCITS fondova u RH na kraju razdoblja u 000 kn (2016.-2020.) .....   | 30 |
| Grafikon 9 Struktura ulaganja mješovitih UCITS fondova u RH: vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn .....  | 31 |
| Grafikon 10 Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u RH: vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn (2016.-2020.) .....   | 32 |
| Grafikon 11 Struktura ulaganja obvezničkih fondova u RH: vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn (2016.-2020.) .....  | 32 |
| Grafikon 12 Struktura ulaganja UCITS fondova s obzirom na podrijetlo vrijednosnih papira za razdoblje 2016.-2020. (vrijednost imovine na kraju razdoblja u 000 kn) ..... | 33 |
| Grafikon 13 Prikaz ukupnih troškova UCITS fondova u RH po vrstama fonda za srpanj 2020. ....   | 34 |
| Grafikon 14 Prikaz vrijednosti uplata i isplata UCITS fondova u RH za razdoblje 2014.-2020. u mlrd. kn .....   | 36 |
| Grafikon 15 Pregled fondova u RH prema pokazatelju SRRI za srpanj 2020. ...  | 38 |
| Grafikon 16 Pregled investicijskih fondova u RH s obzirom na pokazatelj VaR i PGP 5g % za srpanj 2020. ....  | 39 |

|  |    |
|--|----|
| Grafikon 17 Broj optužnih prijedloga koje je podnijela HANFA protiv investicijskih fondova, za razdoblje 2015.-2019., s obzirom na vrstu zakona koji je povrijeđen ..... | 41 |
| Grafikon 18 Kretanje neto imovine investicijskih fondova u RH u vrijeme globalne financijske krize 2018. g. u 000 kn .....   | 43 |
| Grafikon 19 Kretanje neto imovine investicijskih fondova u RH u vrijeme koronakriza u milijardama kuna .....   | 43 |

## POPIS SLIKA

|   |    |
|---|----|
| Slika 1 Organizacijska struktura investicijskog fonda ..... | 8  |
| Slika 2 Osnovna podjela investicijskih fondova .....        | 17 |

## POPIS TABLICA

|   |    |
|---|----|
| Tablica 1 Podjela investicijskih fondova s obzirom na rizik kojeg ulagač preuzima prilikom ulaganja .....                               | 18 |
| Tablica 2 Neto imovina Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji u milijunima kuna (2016.-2020.) ..... | 28 |

## SAŽETAK

Temeljna svrha ovog rada je ispitivanje uloge investicijskih fondova koji postaju sve atraktivniji oblik investiranja na hrvatskom tržištu kapitala. Investicijske fondove osniva i njima upravlja društvo za upravljanje investicijskim fondovima. Imovinom investicijskog fonda upravlja depozitna banka kao neovisna institucija kojoj je glavni cilj zaštititi interese investitora, dok nadzor nad poslovanjem investicijskog fonda i društva za upravljanje vrši HANFA kako bi isti poslovali u skladu sa zakonom. Analizom investicijskih fondova u Hrvatskoj uočeno je kako je broj investicijskih fondova u stalnom porastu, od kojih prevladavaju UCITS fondovi kao otvoreni fondovi koji su namijenjeni širokoj javnosti, dok su AIF-ovi koji ulažu u rizičniju imovinu manje zastupljeni. Broj udjelničara i vrijednost neto imovine u prošlom petogodišnjem razdoblju zabilježili su rast uz iznimku u 2020. godini u kojoj se smanjio i broj udjelničara i vrijednost neto imovine fondova kao posljedica nastupanja koronavirusa koji je stvorio nestabilno okruženje na svjetskom pa tako i hrvatskom gospodarstvu. Promatranjem kretanja neto imovine fondova prilikom nastupanja globalne financijske krize i koronakrize možemo zaključiti da su investitori izrazito osjetljivi na pojave nestabilnosti na tržištu. U kratkom roku investitori postaju oprezniji i konzervativniji prilikom ulaganja te istodobno povlače svoje udjele iz fondova kako bi ulagali u sigurnije oblike ulaganja, što nerijetko dovodi do problema s likvidnosti kod investicijskih fondova.

Ključne riječi: investicijski fondovi, depozitna banka, HANFA, UCITS, AIF, koronakriza

## **SUMMARY**

The main topic of this paper is the research of the investment funds, which are becoming more and more attractive form of investment in the Croatian capital market. Investment funds are established and managed by an asset management company. Depository bank manage the investment fund's asset and its main goal is to protect the interests of investors. On the other hand, HANFA is in charge of supervising the operations of the investment fund and the asset management company. The analysis of investment funds in Croatia shows us how the number of investment funds is constantly increasing, and they are mostly consist of UCITS funds as open-end funds intended for the general public, while AIFs (that invests in riskier securities) are less represented. The number of investors and the value of net assets increased in the past five years, with exception in 2020. When the same indicators decreased because of the coronavirus that appeared in the beginning of March and created an unstable environment in the world and Croatian economy. By observing the movement of net asset's value during the global financial crisis and corona crisis, we can conclude that investors are extremely sensitive when the market instability occurs. In the short term, investors become more careful and conservative during investing and at the same time, they withdraw their units from funds so they can invest in safer forms of investment, which often leads to liquidity problems for investment funds.

Keywords: investment funds, depository bank, HANFA, UCITS, AIF, coronavirus crisis