

# POVIJESNI RAZVOJ I NOVI TRENDOMI U FINANCIJSKOJ INTERMEDIJACIJI

---

**Prpić, Dominik**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2021**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:628981>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-10-06**



*Repository / Repozitorij:*

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski sveučilišni studij Financijski menadžment

Dominik Prpić

**POVIJESNI RAZVOJ I NOVI TRENDovi U  
FINANCIJSKOJ INTERMEDIJACIJI**

Diplomski rad

Osijek, 2021.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Diplomski sveučilišni studij Financijski menadžment

Dominik Prpić

**POVIJESNI RAZVOJ I NOVI TRENDVI U  
FINANCIJSKOJ INTERMEDIJACIJI**

Diplomski rad

**Kolegij: Financijsko posredništvo**

JMBAG: 0307012685

e-mail: domprpic@efos.hr

Mentor: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov Starčević

Komentor: Ana Zrnić, univ. spec. oec.

Osijek, 2021.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics in Osijek

Graduate University Study of Financial Management

Dominik Prpić

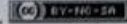
**HISTORICAL DEVELOPMENT AND NEW TRENDS IN  
FINANCIAL INTERMEDIATION**

Graduate paper

Osijek, 2021.

## IZJAVA

### O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski (navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Dominik Prpić

**JMBAG:** 0307012685

**OIB:** 37925668731

**e-mail za kontakt:** dominikprpic9@gmail.com

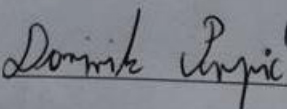
**Naziv studija:** Diplomski sveučilišni studij Financijski menadžment

**Naslov rada:** Povijesni razvoj i novi trendovi u financijskoj intermedijaciji

**Mentor/mentorica diplomskog rada:** prof. dr. sc. Dubravka Pekanov Starčević

U Osijeku, 1.9.2021. godine

Potpis



## **Povijesni razvoj i novi trendovi u financijskoj intermedijaciji**

### **SAŽETAK**

Uspješno funkcioniranje ekonomskog sustava jedne zemlje uvjetovano je mogućnošću protoka sredstava prema mjestima gdje su ona potrebna kako bi se povećala investicijska aktivnost i konkurentnost gospodarstva. U današnjem financijskom sustavu postoji velik broj različitih subjekata financijske intermedijacije koji se mogu svrstati u više skupina zavisno od njihovih aktivnosti i načina financiranja. Svrha rada je definirati značenje pojma financijske intermedijacije, predstaviti njezin povijesni razvoj i ključne subjekte odnosno institucije koje se njome bave. Osim tradicionalnih subjekata financijske intermedijacije predstavljeni su i neki novi subjekti kao i neke nove tehnologije koje se koriste na ovom području. U radu je prikazano da promijene na promatranom području iako su sve intenzivnije još uvijek nisu značajnije ugrozile položaj tradicionalno dominantnih subjekata u financijskom sustavu. Istraživanjem područja kojim se rad bavi može se zaključiti da novi trendovi i novonastali subjekti koji se pojavljuju na području financija mijenjaju do tada ustaljene prakse i otvaraju prostor budućim istraživanjima vezanim uz njihov utjecaj na financijski sustav. Sve veći razvoj tehnologije i globalizacijskih procesa utječe na sve poslovne modele i poslovne subjekte te od njih zahtjeva prilagođavanje novonastalim trendovima kako bi zadržali svoju poziciju na tržištu. Proučavanjem teme rada mogu se dobiti osnovne smjernice vezane uz promijene koje se događaju na području financijske intermedijacije te na koje subjekte u budućnosti treba obratiti pažnju kada se bude promatralo spomenuto područje.

**Ključne riječi: financijska intermedijacija, financijski sustavi, FinTech, kriptovalute, blockchain tehnologija**

## **Historical development and new trends in financial intermediation**

### **ABSTRACT**

The successful functioning of a country's economic system is conditioned by the possibility of the flow of funds to the places where they are needed in order to increase investment activity and competitiveness of the economy. In today's financial system, there are a large number of different subjects of financial intermediation that can be classified into several groups depending on their activities and methods of financing. The purpose of this paper is to define the meaning of the term financial intermediation, to present its historical development and the key subjects or institutions that deal with it. In addition to the traditional subjects of financial intermediation, some new subjects were presented as well as some new technologies used in this field. The paper shows that the changes in the observed area, although increasingly intense, have not yet significantly endangered the position of traditionally dominant entities in the financial system. By researching the field in which the paper deals, it can be concluded that new trends and emerging entities that are emerging in the field of finance change the established practices and open space for future research related to their impact on the financial system. The increasing development of technology and globalization processes affects all business models and business entities and requires them to adapt to emerging trends in order to maintain their position in the market. By studying the topic of the paper, basic guidelines can be obtained related to changes that are happening in the field of financial intermediation and which entities should pay attention to in the future when looking at this area.

**Keywords: financial intermediation, financial systems, FinTech, cryptocurrencies, blockchain technology**

# SADRŽAJ

|  |    |
|--|----|
| 1. Uvod.....   | 1  |
| 2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja .....                              | 2  |
| 2.1. Pojemovno definiranje financijske intermedijacije.....                      | 2  |
| 2.1.1. Povijesni razvoj financijske intermedijacije i novca općenito .....       | 6  |
| 2.2. Subjekti financijske intermedijacije .....                                  | 8  |
| 2.2.1. Depozitne institucije.....  | 10 |
| 2.2.1.1. Banke.....  | 11 |
| 2.2.1.2. Štedne banke .....  | 13 |
| 2.2.1.3. Kreditne unije .....  | 15 |
| 2.2.1.4. Stambene štedionice .....   | 16 |
| 2.2.1.5. Institucije za elektronički novac.....                                  | 17 |
| 2.2.2. Institucije ugovorne štednje .....  | 18 |
| 2.2.2.1. Osiguravajuća društva .....   | 19 |
| 2.2.2.2. Mirovinski fondovi.....   | 20 |
| 2.2.3. Investicijski posrednici.....   | 22 |
| 2.2.3.1. Investicijski fondovi.....  | 22 |
| 2.2.3.2. Investicijske banke .....   | 24 |
| 2.2.3.3. Investicijska društva.....  | 25 |
| 2.3. Novi trendovi u financijskoj intermedijaciji .....                          | 26 |
| 2.3.1. Ulazak FinTech kompanija na područje financijske intermedijacije .....    | 30 |
| 2.3.2. Mobilne aplikacije u sustavu financijske intermedijacije .....            | 33 |
| 2.3.3. Uloga blockchain tehnologije i kriptovaluta u financijama .....           | 34 |
| 3. Metodologija rada .....   | 37 |
| 4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja .....                              | 38 |
| 4.1. Tržišni udio i položaj osnovnih subjekata financijske intermedijacije ..... | 38 |
| 4.1.1. Tržišni udio subjekata financijske intermedijacije u SAD-u.....           | 38 |



|  |    |
|--|----|
| 4.1.2. Tržišni udio subjekata financijske intermedijacije u RH ..... | 43 |
| 4.2. Jačanje novih subjekata u financijskoj intermedijaciji.....     | 45 |
| 5. Rasprava .....  | 49 |
| 6. Zaključak.....  | 51 |
| LITERATURA.....  | 52 |
| POPIS ILUSTRACIJA.....   | 55 |

## 1. Uvod

Uspješno funkcioniranje ekonomskog sustava jedne zemlje uvjetovano je mogućnošću protoka sredstava prema mjestima gdje su ona potrebna kako bi se povećala investicijska aktivnost i konkurentnost gospodarstva. Većina poslovnih subjekata koji su generator investicija, radnih mjesta, poreznih prihoda i sl. prije ili kasnije susretnu se s nedostatkom sredstava za financiranje određenog projekta. S druge strane u ekonomskom sustavu zemlje postoje pojedinci ili institucije koji imaju višak sredstava i voljni su ta sredstva plasirati deficitarnom djelu gospodarstva kako bi ostvarili prinos.

Temeljna funkcija subjekata financijske intermedijacije je omogućiti lakše kretanje sredstava između tih dviju strana u ekonomskom sustavu. U današnjem financijskom sustavu postoji velik broj različitih subjekata financijske intermedijacije koji se mogu svrstati u više skupina zavisno od njihovih aktivnosti i načina financiranja. Neki od subjekata financijske intermedijacije su: banke, mirovinski i investicijski fondovi. Osim tih tradicionalnih intermedijatora u današnjem financijskom sustavu postoje i drugi novonastali intermedijatori čiji je utjecaj na financijski sustav zanimljiv za promatranje.

Svrha rada je definirati pojam financijske intermedijacije i objasniti njezin značaj za funkcioniranje financijskog sustava. U radu su objašnjeni svi subjekti financijske intermedijacije, po skupinama u koje pripadaju. Osim tradicionalnih subjekata financijske intermedijacije, danas su u svijetu financija prisutni potpuno novi subjekti koji pružaju financijske usluge kao što su brzorastuće FinTech kompanije, čije će značenje i utjecaj na svijet financija biti objašnjeni u radu. U radu je i analizirana zastupljenost globalnih financijskih trendova u financijskom sustavu Republike Hrvatske. Također u radu je za svakog subjekta financijske intermedijacije opisan njegov značaj za funkcioniranje financijskog tržišta u RH.

## **2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja**

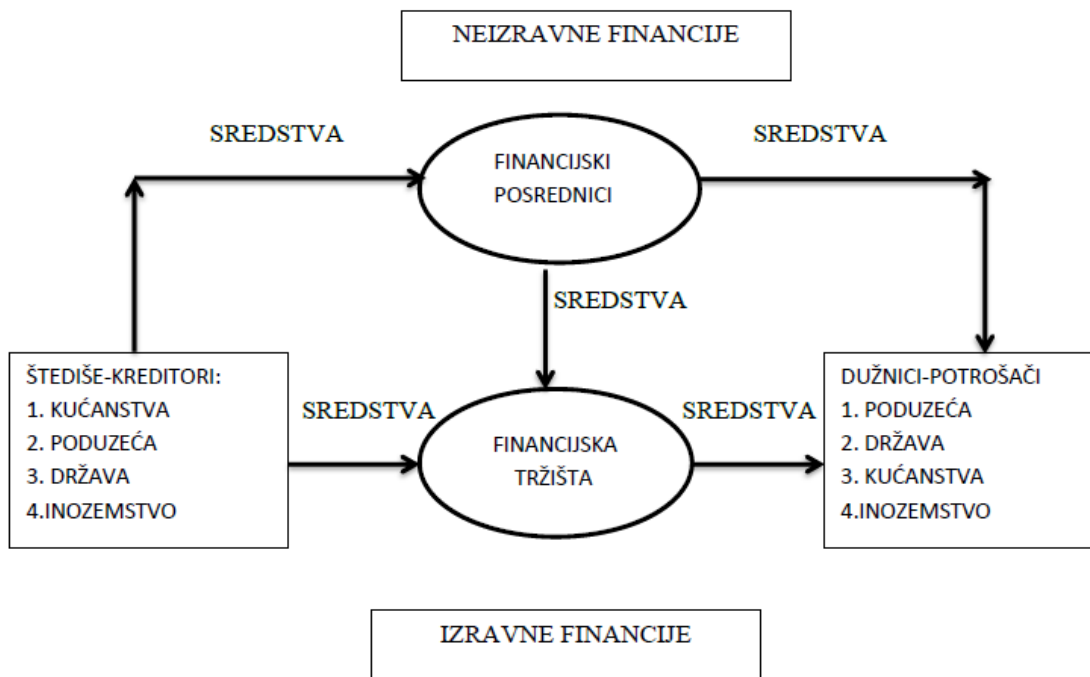
Za uspješno razumijevanje financijske intermedijacije, njenih subjekata i novih trendova na njezinom području potrebno je najprije razumjeti njezino značenje i podjelu na subjekte koji ju provode. Teorijski okvir i definiranje značenja subjekata financijske intermedijacije u radu je prikazan korištenjem stručne i znanstvene literature različitih autora.

### **2.1. Pojmovno definiranje financijske intermedijacije**

„Financijsko posredovanje (*indirektno financiranje, financijska intermedijacija*) način je prijenosa novčanih sredstava od krajnjih pozajmljivača krajnjim uzajmljivačima preko financijskih posrednika ili intermedijara. Financijski posrednici kupuju direktna financijska potraživanja jednih karakteristika i pretvaraju ih u indirektna potraživanja drugih karakteristika“ (Leko, Stojanović, 2018:22).

Rose i Hudgins (2015) financijsku intermedijaciju odnosno financijsko posredništvo definiraju kao posao u kojem postoji interakcija između dvije strane u gospodarstvu. Prvu stranu te interakcije čine deficitarni pojedinci i institucije, a drugu suficitarni pojedinci i institucije. Prvu skupinu karakterizira to da su njihovi trenutni troškovi za potrošnju i investicije veći od njihovih trenutnih prihoda i da tu razliku moraju financirati iz drugih izvora. Druga skupina je u obrnutoj situaciji od prve odnosno oni trenutno imaju više prihoda nego što im je potrebno za podmirenje svojih trenutnih obveza, zbog toga oni imaju višak sredstava raspoloživih za investiranje i štednju.

Na slici 1 je prikazana uloga financijskih posrednika (financijskih intermedijatora) u financijskom sustavu. Za razliku od izravnog financiranja gdje se jedna i druga strana izravno susreću na financijskom tržištu, financijski posrednici neizravno spajaju jednu i drugu stranu. Na taj način i jedna i druga strana pomoću financijskih posrednika postižu svoje ciljeve nastupa na financijskom tržištu; za štediške-kreditore to je ostvarivanje prinosa odnosno zarade na svojim sredstvima, dok je kod dužnika-potrošača to prikupljanje sredstava za financiranje projekata ili za povećanje potrošnje.



Slika 1. Tok sredstava kroz financijski sustav

Izvor: Mishkin i Eakins, 2005:16.

Lešić i Gregurek (2013) definiraju neke od prednosti izravnog i neizravnog financiranja. Jedna od prednosti izravnog financiranja nasuprot neizravnom je: tumačenje suptilnih tržišnih signala. Ova prednost znači da investitor ima dobru vlastitu ekspertizu za vrednovanje određenog poslovnog subjekta u određenom trenutku i na osnovi toga može zaraditi. Prednost koju neizravne financije imaju nad izravnima prema autorima je to da: neizravno financiranje omogućuje bolju tržišnost, bolji transfer vrijednosnice, bolju sigurnost i bolje usklađuje dospijeća. Primjerice, prodaja udjela u jednom investicijskom fondu lakše će se i uz manje troškove izvršiti nego prodaja jednog vrijednosnog papira.

Osnovna uloga financijskih posrednika u gospodarstvu, prvenstveno financijskom sustavu je da identificiraju dvije strane u financijskom sustavu koje se u istom trenutku nalaze na suprotnim stranama, kada je riječ o višku ili manjku sredstava. Pronalaženjem i spajanjem tih dviju strana posrednici doprinose jednostavnijem protoku sredstava kroz financijski sustav. Za pružanje svojih usluga posrednici ostvaruju korist naplatom: transakcijskih troškova, različitih naknada i drugih provizija.

„Primarna je ekonomska funkcija financijskog sustava mobilizirati sva novčana sredstva koja mogu poslužiti kao zajam i prenijeti ih – transferirati od štediša onim osobama koje ta

sredstva trebaju za produktivna ulaganja ili za potrošnju. Transferna funkcija temeljni je razlog postojanja financijskog sektora, financijskih institucija i tržišta od pojave njihovih elementarnih oblika prije 5.000 godina do danas“ (Leko, Stojanović, 2018:1-2).

Financijska intermedijacija predstavlja izrazito širok i isprepleten sustav različitih subjekata koji zajedno nastupaju na tržištima novca i kapitala, te na njima u isto vrijeme kreiraju i ponudu i potražnju. U svim zemljama financijski intermedijatori čine najveće gospodarske i poslovne subjekte, a zbog njihovog strateškog značaja za funkcioniranje gospodarstva pod posebnim su povećalom regulatornih i zakonodavnih tijela.

Olgić Draženović (2012) govori kako financijski intermedijatori svoju važnu ulogu u nacionalnim ekonomijama mogu zahvaliti procesima globalizacije i liberalizacije financijskih usluga. Također ističe važnost konglomerizacije na području financijske intermedijacije, odnosno okrupnjavanja financijskih usluga koje je jedna institucija spremna ponuditi klijentima. Autorica navodi kako takvi procesi za posljedicu imaju zamućivanje razlika između subjekata na području financijske intermedijacije.

Karakteristika subjekata financijske intermedijacije, primjerice investicijskih fondova je da oni sinergijski osnažuju utjecaj malih individualnih investitora odnosno pojedinaca s viškom financijskih sredstava. Svako ulaganje na financijskim tržištima sa sobom nosi transakcijske troškove i rizik. Kada bi investitor kao pojedinac s malom količinom kapitala nastupao na financijskim tržištima, visoki transakcijski troškovi i mala mogućnost diversifikacije rizika za njega bi značili nizak ili negativan realan prinos i izloženost jednoj kompaniji ili jednom sektoru. Upravo te probleme rješava financijska intermedijacija (npr. investicijski fondovi) na način da prikupljanjem sredstava od velikog broja malih investitora stvaraju investicijski potencijal koji sinergijski bolje utječe na ostvarivanje prinosa i diversifikaciju rizika nego kada bi svaki investitor kao individua nastupao na tržištima kapitala.

„Dobavljač sredstava koji izravno ulaže u financijska potraživanja korisnika sredstava suočava se s velikim troškom nadzora provođenja aktivnosti korisnika sredstava na vrijeme i u cijelosti. Za velik broj manjih ulagača jedno od rješenja ovog problema je grupiranje sredstava na način da posjeduju potraživanja od financijskih institucija. Zauzvrat, financijska institucija ulaže u izravno financijsko potraživanje koje su izdali korisnici sredstava“ (Saunders, Cornett, 2006:14).

„Glavna funkcija financijskih posrednika je povećanje efikasnosti tržišta putem ublažavanja problema informacijske asimetrije između štediša i investitora te reduciranja transakcijskih troškova. Efikasna financijska intermedijacija ima dva temeljna doprinosa: utječe na rast investicija i štednje te povećava efikasnost alokacije financijskih sredstava u ekonomskom sustavu“ (Olgić Draženović i sur.:2015:171).

Financijska intermedijacija funkcionira na način da štednju kućanstava i poduzeća kanalizira prema onim kućanstvima i poduzećima kojima u tom trenutku nedostaje sredstava, to se radi neizravno (posredno). „Na primjer, ako želite kreditirati IBM ili General Motors nećete otići izravno predsjednicima tih kompanija i ponuditi im zajam. Umjesto, toga takvim ćete kompanijama posuditi novac neizravno, preko financijskih posrednika, institucija poput komercijalnih banaka, štedno-kreditnih zadruga, štedionica ili štednih zadruga, osiguravajućih društava, investicijskih fondova, mirovinskih fondova i financijskih kompanija“ (Mishkin i Eakins, 2005:8).

Prema Olgić Draženović (2012) financijska intermedijacija poslovanje na financijskim tržištima čini efikasnijim, iz razloga što posrednici provode alokaciju kapitala prema projektima koji nose najveću vrijednost i na taj način podižu cijelo gospodarstvo. Još jedna važna funkcija posrednika koju autorica ističe je transformiranje izravnih u neizravna potraživanja i na taj način stvaranje novih financijskih instrumenata koji su atraktivni svim zainteresiranim stranama.

Neke od brojnih funkcija koje obavljaju financijski posrednici i što te funkcije donose financijskom sustavu prikazane su u tablici 1. Same funkcije još se mogu podijeliti na posebne skupine, na način da se izdvoje funkcije od kojih koristi ima jedna od dviju krajnjih strana u financijskom posredništvu ili na način da se posebno izdvoje funkcije koje donose beneficije za cijelu ekonomiju.

Tablica 1. Neke od funkcija financijskih posrednika

| <b>FUNKCIJA</b>   | <b>OPIS FUNKCIJE</b>  |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nadziranje troškova</li> </ul>               | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Veličina financijskih institucija omogućava prikupljanje informacija o poslovanju subjekata u koje su sredstva uložena po nižim troškovima (ekonomija razmjera)</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Smanjenje transakcijskih troškova</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Također svojom veličinom omogućuju smanjenje troškova koji proizlaze iz provođenja svih</li> </ul>   |

|   |   |
|---|---|
|   | transakcija na financijskim tržištima   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Transformacija dospjeća</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Financijske institucije bolje se nose sa rizikom neusklađenosti dospjeća svojih potraživanja i obveza</li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Alokacija kredita</li> </ul>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Financijske institucije glavni su, a ponekad i jedini izvor financiranja određenih grana gospodarstva</li> </ul>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Međugeneracijski prijenos sredstava</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Omogućavaju prijenos sredstava od jedne generacije do druge, tu se posebno ističu: mirovinski fondovi i institucije koje pružaju usluge životnog osiguranja</li> </ul> |

Izvor: izrada autora prema Saunders i Cornett, 2006:15

Prve dvije funkcije prikazane u tablici donose korist zajmodavcima (kreditorima, štedišama) na način da za njih smanjuju različite troškove koji bi inače predstavljali značajan trošak i smanjivali njihove prinose. Treća funkcija omogućuje financijskim posrednicima da u isto vrijeme prikupljaju depozite (iz čega proizlaze njihove kasnije obveze) i plasiraju kredite i ostale dužničke instrumente (iz čega nastaju njihova potraživanja). Financijski posrednici tim procesom bolje upravljaju nego štediše ili individualni investitori. Zadnje dvije funkcije financijskih posrednika prikazane u tablici od izrazite su važnosti za cjelokupno gospodarstvo zemlje. Alokacija kredita predstavlja jednu od glavnih funkcija banaka i među najvažnijim je uslugama koje financijski posrednici pružaju. Posebno se važnost ove funkcije ističe u bankocentričnim gospodarskim sustavima, među kojima je i hrvatsko. Funkcija međugeneracijskog prijenosa sredstava najbolje je vidljiva tokom promatranja problema mirovinskog sustava. Postojeći mirovinski sustav temelji se na načelu međugeneracijske solidarnosti, što znači da trenutni zaposlenici posredno isplaćuju mirovine trenutnim umirovljenicima. Jedan dio novca za mirovine prikuplja se i na temelju kapitalizirane štednje gdje važnu ulogu igraju mirovinski fondovi. Mogućnost nasljedstva određenih polica osiguranja također pripada u ovu funkciju financijskih posrednika.

### 2.1.1. Povijesni razvoj financijske intermedijacije i novca općenito

Različiti autori pojavu financijske intermedijacije povezuju s oblicima pojave prvih papirnatih oblika novca. Jedan od glavnih razloga pojave papirnato novca bila je njegova praktičnost; bilo ga je lako nositi i bio je prihvaćen kao jedinstveno sredstvo razmjene za svu robu i usluge, te se koristio kao čuvar vrijednosti. Iz navedenih razloga pojave papirnato novca proizlaze i razlozi pojave prvih financijskih intermedijatora. Prvi financijski intermedijatori

izdavali su papirnate potvrde vlasnicima kao zamjenu za stvarnu robu koju su posjedovali (primjerice zlato) i za uzvrat im naplaćivali naknadu odnosno proviziju za svoje usluge.

„Novac je sredstvo razmjene, tj. sve ono što je općenito prihvaćeno kao sredstvo razmjene roba i usluga ili plaćanja. Bez sredstva razmjene bilo bi neophodno razmjenjivati robu za robu, tj. obavljati trampu. Do trampe može doći samo ako postoji obostrana potreba. Međutim, do obostrano iskazane potrebe u trampi se relativno rijetko dolazi. Ta je činjenica uvjetovala potrebu definiranja nekog sredstva koje bi osiguravalo obostranu potrebu“ (Borozan, 2012:192).

„Današnji novac ne može se razumjeti bez pogleda u povijest novca, odnosno uvida u njegove funkcije i razvoj. Konvencionalna teorija kaže da je u rudimentarnim gospodarstvima novac nepotreban jer se dobra razmjenjuju: nekoliko jaja za litru mlijeka itd. No, kako je čovjek sve više rukotvorio, trampa je postala odveć komplicirana. Izumljen je novac – roba koja služi kao medij, mjera i standard vrijednosti“ (Sajter, 2017:8).

Lešić i Gregurek (2013) kada govore o pojavi novca u današnjem obliku također ističu nedostatke barter ekonomije (razmjene jedne vrste dobara ili usluga za drugu vrstu dobara ili usluga). Prvi iskorak u promjeni tog oblika razmjene pojavljuje se pojavom razmjene pomoću kovina. Nedostaci tog oblika razmjene bile su potreba za vaganjem i ispitivanjem kakvoće kovina; prijevare na vagi bile su učestala pojava. Ti problemi riješeni su pojavom kovanica. Pečatom na određenoj masi kovine potvrđivana je njezina specifična težina za danu čistoću, imena valuta koje su u optjecaju u današnjim državama bile su jedinice za težinu, primjerice: funte, lire i šekeli. Kako bi spriječili krađu kovanica ljudi su svoje kovanice ostavljali kod zlatara. S obzirom da su zlatari radili s kovinama kao što su zlato i srebro imali su razvijene mehanizme njihove zaštite, iz tog razloga se je smatralo da je kovani novac sigurniji kod zlatara nego kod običnih ljudi. Kako bi se dalje pojednostavilo plaćanje, ljudi nisu morali fizički podizati svoje zlato nego su plaćali skladišnim priznamicama odnosno papirnatim potvrdama kojima se potvrđuje njihovo vlasništvo nad fizičkim kovanicama.

„Papirni novac posreduje pri razmjeni roba i usluga, a uspostavljen je kao zakonsko sredstvo plaćanja. Papirni novac je u početku bio potpuno konvertibilan, tj. imao je potpuno zlatno pokriće (riječ je o banknotama). Time je jedna valuta mogla biti zamjenjiva, tj. konvertirana u drugu valutu po fiksnom tečaju. Fiksni tečaj je uvjetovan odnosom njihovih kovničkih stopa (tj. zakonskih cijena zlata)“ (Borozan, 2012:193).



Sajter (2017) kada govori o povijesnoj transformaciji zlatnika i srebrnjaka prema običnom papiru ističe važnost stare Kine. U literaturi kada se proučava pojava oblika novca kakav se danas koristi spominje se Kina. Važnost Kine proizlazi iz činjenice da se na njenim prostorima pojavljuju prvi intermedijatori (u ono vrijeme zlatari, kasnije bankari) koji su izdavali papirnatu potvrdu vlasnicima zlata pomoću kojih su oni dalje obavljali razmjenu. Ono što određuje današnji monetarni sustav, počiva na ideji iz tih vremena. Naime, kako su zlatari shvatili da ljudi uopće ne dolaze po svoje fizičko zlato koje se skladištilo u njihovim trezorima, već da razmjenu odnosno plaćanje vrše samo razmjenom papirnatih potvrda o posjedovanju fizičkog zlata, zlatari su došli na ideju da izdaju potvrde o zlatu tj. da stvaraju kredite za koje nisu imali pokriće u stvarnom zlatu. Napuštanjem zlatnog standarda i prestankom vezivanja papirnato novca uz kovine ili neku drugu robu, započela je era *fiat* novca tj. novca temeljenog na povjerenju, današnje financije i monetarni sustav svih zemalja svijeta temelje se na *fiat* valutama.

Kada se promatra povijesni razvoj novca i financijske intermedijacije, vidljiv je velik utjecaj Kine. Procesi koji su započeli u Kini uvelike su oblikovali financijski sustav kakav danas poznajemo i taj isti sustav na snazi je dugi niz godina. Ono što je zanimljivo kada se promatra ovo područje je to da i neki suvremeni trendovi u financijskoj intermedijaciji i općenito funkcioniranju financijskog sustava dolaze iz Kine. Velik broj značajnih subjekata financijske intermedijacije koji mijenjaju postojeći sustav dolazi iz Kine, oni će biti opisani u kasnijem dijelu rada.

Ferguson (2009) kada govori o financijskoj povijesti svijeta ističe važnost trgovine iz koje proizlazi potreba za mijenjanjem valuta i mjeničnim poslovanjem. Iz tog razloga u Europi se pojavljuju prvi bankari, obitelj Medici iz Firence u Italiji u 14. stoljeću. Obitelj je imala važnu ulogu u razvoju bankarstva na europskom kontinentu. Ulogu financijskog intermedijatora obavljali su na način da su od trgovaca vjerovnika otkupljivali mjenice uz diskont i kasnije ih u punoj cijeni naplatili od trgovaca dužnika i na osnovi razlike zarađivali posredničku naknadu. Autor zaključuje kako pravi razlog uspjeha ove bankarske obitelji nije njezina veličina već diversifikacija, koja se i danas smatra jednom od ključnih stavki za uspjeh svih financijskih institucija.

## **2.2. Subjekti financijske intermedijacije**

Sustav financijske intermedijacije sastoji se od velikog broja institucija koje su sve naizgled slične, ali se bitno razlikuju kada je riječ o njihovoj ulozi unutar financijskog sustava. Subjekti

financijske intermedijacije su: banke, štedne banke, kreditne unije, stambene štedionice, institucije za elektronički novac, mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, investicijske banke, investicijski fondovi i investicijska društva (brokeri, dileri, društva za upravljanje fondovima, klirinška društva). Svi ti subjekti još se mogu grupirati u posebne skupine, na osnovi posebnih karakteristika njihova poslovanja. Svaki od tih subjekata zauzima važno mjesto u funkcioniranju financijskog sustava kako na nacionalnoj tako i na nadnacionalnoj razini.

„Pregled financijskih institucija u svijetu pokazuje veliku raznovrsnost i šarenilo zastupljenih tipova financijskih institucija i naziva pod kojima se pojavljuju, što stvara poteškoće pri njihovom razvrstavanju u grupe institucija sličnih zajedničkih osobina. Raznovrsnost je uzrokovana različitim povijesnim razvojem i nacionalnim posebnostima, razlikama u regulaciji, veličini, snazi, organizaciji i strukturi privreda“ (Leko, Stojanović, 2018:34).

Greenbaum, Thakore i Boot (2016) kada govore o podjeli subjekata financijske intermedijacije, ističu dvije osnovne skupine u koje ih je moguće podijeliti. Prvu skupinu financijskih intermedijatora čine depozitne financijske institucije, dok drugu skupinu čine nedepozitne financijske institucije. Prvu skupinu karakterizira to da se financiraju kroz prikupljanje depozita, dok se druga skupina financira kroz financijska tržišta. Ono što je prema autorima značajno i za jednu i za drugu skupinu financijskih intermedijatora, je to da važan dio svog poslovanja temelje na upravljanju rizikom i procesuiranjem različitih informacija koje dolaze s financijskih tržišta.

Leko i Stojanović (2018) kada govore o financijskim institucijama odnosno intermedijatorima na financijskom tržištu, ističu važnost poznavanja njihove tipične strukture prvenstveno zbog značajnih promjena u suvremenim financijama, koje dovode do toga da blijede jasno izražene razlike između njih.

Prema Olgić Draženović (2012) na području financijske intermedijacije i cjelokupnog financijskog sustava događaju se promjene usred nove tržišno-orijentirane faze. U toj fazi procesi na financijskom tržištu postaju sofisticiraniji i kompleksniji. Institucionalni investitori kao konkurencija bankama i sve važniji faktor na području financijske intermedijacije zauzimaju sve veći udio. Važnost bankovnog sustava postepeno se smanjuje, premda banke još uvijek imaju najveći utjecaj na financijski sustav. Paralelno s padom utjecaja banaka razvijali su se drugi intermedijatori specijalizirani za važne poslove iz područja financija, kao što su: trgovina vrijednosnim papirima, usluge iz područja poslovnog savjetovanja,

potpisivanje emisija novih vrijednosnih papira, usluge portfolio menadžmenta, osiguranja imovine, štednje za budućnost i dr.

Kao što je već opisano u radu, prvi subjekti financijske intermedijacije bili su bankari, koji su godinama imali izrazito velik utjecaj na funkcioniranje financijskog sustava. Utjecaj bankara i dalje je velik, ali s godinama i pojavom nekih novih trendova u financijskoj intermedijaciji on sve više slabi. Struktura današnjeg financijskog sustava i intermedijatora specijaliziranih za pojedinačne financijske poslove postaje sve složenija.

### 2.2.1. Depozitne institucije

„Depozitne financijske institucije najveći dio sredstava prikupljaju primanjem novčanih depozita i tako prikupljene izvore plasiraju u obliku kredita. Iako novčana sredstva pribavljaju i na druge načine, a imaju i nekreditne plasmane, u izvorima sredstava daleko su im najvažnije obveze po primljenim depozitima, a u aktivni potraživanja po odobrenim kreditima, pa se zato nazivaju i depozitno-kreditne institucije“ (Leko, Stojanović, 2018:36).

„Glavna aktiva depozitnih institucija su krediti (financijska aktiva), a njihova glavna pasiva depoziti. Depozitne institucije nude kredite i prihvaćaju depozite nefinancijskih tvrtki (i pojedinaca), dok nefinancijske tvrtke daju depozite i dobivaju kredite od depozitnih institucija“ (Saunders, Cornett, 2006:315).

Leko i Stojanović (2018) govore o posebnoj važnosti depozitnih institucija za funkcioniranje cjelokupnog financijskog sustava. Stoga su sve depozitne institucije podvrgnute strogom nadzoru monetarnih vlasti, odnosno nadzoru središnje banke. Prvotno je taj nadzor bio obvezan samo prema bankama, no promjene regulatornih propisa iz SAD-a koje su se kasnije pojavile i u zemljama EU pa samim time i u Hrvatskoj doveli su do toga da i ostale depozitne institucije spadaju pod nadzor središnje banke.

Depozitne institucije među kojima su i banke predstavljaju najvažnije subjekte financijske intermedijacije. One zauzimaju najveći tržišni udio na ovom području i imaju najveći utjecaj na cjelokupno gospodarstvo. Depozitne institucije obavljaju najveći dio financijskih poslova s kojima se susreću građani i poslovni subjekti. Njihova posebna važnost proizlazi iz aktivnosti kao što su: rješavanje stambenog pitanja za građane (stambene štednje i stambeni krediti), kreditiranje novih investicija za istraživanje i razvoj poslovnih subjekata (neophodnih za širenje poslovne aktivnosti i otvaranje novih radnih mjesta). Depozitne institucije čine: banke

(komercijalne, tj. poslovne), štedne banke, kreditne unije, stambene štedionice i institucije za elektronički novac.

### *2.2.1.1. Banke*

U većini zemalja pogotovo u Europi gospodarstvo i financijski sustav su bankocentrični, a uloga banaka u ekonomijama svih zemalja pa tako i Hrvatske je velika. Prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Hrvatske narodne banke (HNB), od svih financijskih intermedijara banke zauzimaju najveći tržišni udio. Sve pravne i fizičke osobe ne mogu izbjeći interakciju s bankama kada je riječ o financijskim uslugama. Banke tu svoju moć mogu zahvaliti procesima spajanja i okrupnjavanja različitih financijskih usluga i subjekata pod njihovim sustavom poslovanja. Osim svojih primarnih zadaća, prikupljanja depozita i plasmana kredita, banke obavljaju i većinu drugih posredničkih usluga u gospodarskom sustavu. Unatoč njihovoj velikoj institucionalnoj moći, banke se zadnjih godina sve više susreću s brojnim izazovima vezanima uz svoje poslovanje.

„Banke (depozitne institucije) igraju važnu ulogu pri usmjeravanju sredstava dužnicima koji pronalaze produktivne prilike za ulaganje, veoma su važne za nesmetano i učinkovito poslovanje financijskog sustava i cjelokupnog gospodarstva. U Sjedinjenim Američkim Državama banke godišnje odobre preko 5 bilijuna dolara kredita tvrtkama, pomažu nam financirati naš studij, kupovinu novog automobila ili kuće“ (Mishkin i Eakins, 2005:401).

Sama podjela banaka izrazito je složena, pogotovo u zemljama gdje su tržišta kapitala razvijenija, kao što su Sjedinjene Američke Države i Ujedinjeno Kraljevstvo. U ovom djelu rada bit će objašnjene samo komercijalne odnosno poslovne banke, s kojima se susreće najviše aktera na financijskom tržištu i financijskom poslovanju općenito.

„Komercijalne banke – depozitne institucije čija su glavna aktiva krediti, a glavna pasiva depoziti. Krediti komercijalnih banaka šireg su raspona od kredita drugih depozitnih institucija, a uključuju potrošačke i komercijalne kredite te kredite na nekretnine. Pasiva komercijalnih banaka obuhvaća više nedepozitnih izvora sredstava, kao što su podređene obveznice i neosigurane zadužnice, nego ostale depozitne institucije“ (Saunders, Cornett, 2006:12).

„U bankocentričnim ili bankovno utemeljenim sustavima dominiraju banke, najvažniji ulagački instrument su bankovni depoziti, a poduzeća i stanovništvo ovisni su o bankovnim kreditima. Uz banke, u takvim tradicionalnim sustavima veće značenje imaju još i

osiguravajuće i štedne depozitne institucije, dok ostale institucije u pravilu nisu razvijene. U ovakvim sustavima direktno je financiranje rijetko, tržište vrijednosnica ima drugorazrednu ulogu“ (Leko, Stojanović, 2018:25).

Lešić i Gregurek (2013) ističu sistemsku važnost banaka za funkcioniranje gospodarstva, iz tog razloga banke moraju provoditi različite aktivnosti kako bi njihovo poslovanje bilo stabilno i u skladu sa vrlo strogim propisima i regulativama. Banke moraju održavati odgovarajuću visinu jamstvenog kapitala, koji ne smije biti manji od propisanog iznosa temeljnog kapitala. Poslovanje banaka temelji se na upravljanju likvidnošću i solventnošću iz razloga što banke moraju biti u stanju pravovremeno ispunjavati sve svoje obveze. Osim toga banke svakodnevno moraju upravljati rizicima koji u manjoj ili većoj mjeri utječu na njihovu profitabilnost i stabilnost. Stabilnost banaka ključ je dobrog funkcioniranja cjelokupnog financijskog sustava.

Od svih subjekata financijske intermedijacije banke imaju poseban utjecaj na financijski sustav. Leko i Stojanović (2018) ističu neke od posebnosti banaka koje ih odvajaju od drugih intermedijatora i čijom je analizom lakše razumjeti njihov strateški značaj. Jedna od posebnosti banaka je ta da posluju s tuđom novčanom imovinom, što znači da u slučaju propasti banke, dolazi do veće štete za društvenu zajednicu nego za vlasnike banke. Također, u bankarskom poslovanju prisutan je izrazito velik sistemski rizik, koji proizlazi iz međusobne povezanosti bankarskih institucija na način da si one međusobno posuđuju sredstva. Iz tog razloga problemi u jednoj banci odmah bi se prelili i na druge banke. Još jedna posebnost za banke je njihova visoka financijska poluga, što znači da obveze odnosno dugovanja koje banke imaju prema ostalim sudionicima na tržištu višestruko premašuju njihov vlastiti kapital.

Uloga banaka u financijskom sustavu RH izrazito je velika, što proizlazi iz već spomenutog izrazito bankocentričnog gospodarstva. Procesi stvaranja bankarskog sustava u RH započeli su tranzicijom prema kapitalistički uređenom sustavu gospodarstva. Današnji bankarski sustav u RH posljedica je privatizacije banaka, njihovih sanacija i tržišnog okrupnjavanja (prvenstveno zbog ulaska stranog kapitala u tranzicijske zemlje, među kojima i RH) koje je dovelo do brojnih preuzimanja i uspostave velike koncentracije tržišnog udjela u rukama nekoliko banaka u stranom vlasništvu. Olgić Draženović (2012) ističe nekoliko osnovnih karakteristika bankarskog sustava u RH:

- univerzalni, nespecijalizirani tip banaka,

- inozemna vlasnička struktura,
- visoka dobit banaka,
- postupno isključivanje državnog vlasništva banaka,
- rast nekamatnih prihoda.

Poslovanje banaka na području RH temelji se na obavljanju gotovo svih bankarskih usluga unutar objedinjenih banaka. To znači da RH kao gospodarstvo koje nema dobro razvijeno tržište kapitala, nema ni posebne banke kao što su investicijske, već usluge iz područja investicijskog bankarstva pružaju standardne odnosno komercijalne banke. Vlasništvo nad bankama pretežito je inozemno uz još nekoliko manjih banaka u državnom vlasništvu. Poslovanje banaka u pravilu rezultira visokom dobiti za njihove dioničare (iako je prema podacima HNB-a u 2020. godini ta dobit bila manja, zbog potrebe izdvajanja više sredstava za rezervacije uslijed COVID krize). Sve više prihoda banke generiraju iz drugih izvora. Osim razlike na kamatnim stopama, banke zarađuju na: naknadama, transakcijskim troškovima, ugovornim poslovima s pravnim i fizičkim osobama i pružanjem ostalih bankarskih usluga.

#### 2.2.1.2. Štedne banke

„Prve prave štedne banke osnovali su filantropi u Škotskoj i Engleskoj kako bi kod siromašnih potaknuli štednju. Osnivači ovakvih institucija često su nudili subvencije koje su institucijama omogućavale isplatu kamata većih od trenutno prevladavajućih na tržištu. Zbog specifične klijentele, štedne su banke bile veoma konzervativne pri upravljanju njihovim sredstvima te su većinu pohranjivale u poslovne banke“ (Mishkin i Eakins, 2005:466).

„Štedne banke relativno su nove financijske institucije na hrvatskom financijskom tržištu, a uvedene su dobrim dijelom zato što je bilo potrebno eliminirati i zamijeniti prijašnje štedno-kreditne zadruge. Smiju obavljati samo uži krug poslova banke, odnosno ne smiju pružati usluge faktoringa<sup>1</sup>, forfeitinga<sup>2</sup>, leasinga<sup>3</sup>, platnog prometa s inozemstvom, investicijske usluge, niti smiju osnivati podružnice i predstavništva u inozemstvu“ (Sajter, 2017:87).

<sup>1</sup> Otkup potraživanja od vlasnika, kako bi vlasnik mogao prije raspolagati likvidnim sredstvima tj. doći do novca.

<sup>2</sup> Koristi se u poslovima vanjske trgovine, posao sličan faktoringu. Izvoznik prodaje svoja potraživanja financijskoj instituciji (najčešće banci) i uz diskont dobiva novac za svoja potraživanja, kasnije banka od uvoznika naplaćuje puni iznos potraživanja. Više na: <https://www.investopedia.com/terms/f/forfaiting.asp> (pristupljeno: 24.6.2021.).

<sup>3</sup> Osnovne vrste su operativni i financijski leasing. Najčešće se koristi za najam dugotrajne imovine (strojevi, automobili, kamioni, itd.). Davatelj leasinga obavezan je primatelju leasinga staviti na raspolaganje imovinu koja je predmet ugovora o leasingu, dok se primatelj obvezuje plaćati mjesečne rate za najam imovine.

Leko i Stojanović (2018) govore kako je do pojave štednih banaka u RH došlo izmjenom Zakona o bankama iz 2006. godine i stupanjem na snagu Zakona o kreditnim institucijama iz 2008. godine. Razlog nove zakonske regulative i uvođenja štednih banaka na financijsko tržište RH je bila potreba likvidacije štedno – kreditnih zadruga. Donesenim zakonom jednako se tretiraju poslovne i štedne banke, uz nešto jednostavnije zakonske odredbe kada je riječ o štednim bankama. Štedne banke obavljaju manji dio usluga poslovnih banaka i za njihovo osnivanje potreban je manji iznos temeljnog kapitala.

Pojavom nove regulative koja je štedno – kreditnim zadrugama nametala obvezu preoblikovanja svog pravnog oblika u štedne banke ili kreditne unije, loše je završila za štedno – kreditne zadruge. Samo mali broj štedno – kreditnih zadruga uspješno se preoblikovao u novonastale pravne subjekte, a sve ostale odnosno velika većina bile su likvidirane, tj. prestale su postojati.

Olgić Draženović (2012) ističe neke od funkcija štednih banaka u financijskom sustavu. Jedna od funkcija štednih banaka je omogućiti brži i jednostavniji pristup financijskim uslugama malim i srednjim poduzetnicima, koji čine većinu hrvatskog gospodarstva. Još jedna funkcija štednih banaka je da one mogu poslužiti kao prijelazno rješenje mogućeg razloga njihovog osnivanja, a to je transformacija u klasičnu komercijalnu banku.

Štedne banke imaju poprilično smanjene ovlasti u odnosu na klasične banke, tj. klijentima mogu pružati smanjeni broj financijskih usluga. Batinić (2010) navodi nekoliko usluga koje štedne banke mogu pružati uz prethodno odobrenje Hrvatske narodne banke (HNB) neke od njih su: izdavanje garancija, odobravanje potrošačkih i hipotekarnih kredita, obavljanje platnog prometa u zemlji, obavljanje poslova zastupanja u osiguranju, iznajmljivanje sefova, posredovanje pri sklapanju financijskih poslova i ostale slične usluge za koje su prethodno dobile odobrenje.

Prema podacima HNB-a na području RH djelovale su samo dvije štedne banke, to su: „Obrtnička štedna banka d.d. Zagreb“ i „Tesla štedna banka d.d. Zagreb“. Obje štedne banke brzo su zapale u probleme te im je HNB kao regulator oduzela dozvolu za rad. Na stranicama HNB-a vidljivo je da je postupak stečaja nad subjektom „Tesla štedna banka d.d. Zagreb“ otvoren 30.3.2018. godine, dok je postupak likvidacije nad subjektom „Obrtnička štedna banka d.d. Zagreb“ pokrenut 22.12.2010.

Nakon oduzimanja dozvola za rad od strane HNB-a spomenutim štednim bankama na području Republike Hrvatske (RH) ne posluje niti jedna štedna banka. Stoga, štedne banke kao subjekti financijske intermedijacije na prostoru RH nemaju nikakav tržišni udio niti na bilo koji način utječu na financijski sustav zemlje.

### *2.2.1.3. Kreditne unije*

„Kreditne unije su neprofitne depozitne institucije uzajamno organizirane i u vlasništvu svojih članova (depozitara). Kreditne unije su prvi puta osnovane u SAD-u početkom 1900. kao organizacije za samopomoć namijenjene uklanjanju raširenog siromaštva. Članovi su plaćali ulaznu naknadu i udruživali sredstva za kupnju najmanje jedne depozitne dionice. Od članova se očekivalo da polažu svoju ušteđevinu u kreditnu uniju, a ta su sredstva davana u kredit samo drugim članovima“ (Saunders, Cornett, 2006:356).

Mishkin i Eakins (2005) kreditne unije definiraju kao financijske institucije čiji je primarni cilj ispunjavanje bankarskih i kreditnih potreba njihovih članova. Prvenstveno su osnovane kako bi odgovarale na potrebe građana, a ne poslovnih subjekata. Ono što ih razlikuje od drugih financijskih institucija je njihova vlasnička struktura i obveza povezanosti između članova. Kreditne unije spadaju među manje subjekte u financijskom sustavu. Autori govore kako koncept kreditnih unija dolazi iz Njemačke iz devetnaestog stoljeća.

„Kreditnu uniju može osnovati najmanje trideset osoba koje ispunjavaju temeljni preduvjet „zajedničkog – uzajamnog interesa“ zasnovanog na načelu zaposlenja, zanimanja – profesije, teritorijalnom načelu (ista županija). Članovi kreditne unije mogu biti samo fizičke osobe, trgovci pojedinci i obrtnici. Član kreditne unije ima pravo na samo jedan glas na skupštini, neovisno o visini uloga“ (Leko, Stojanović, 2018:356).

Osnovni motiv osnivanja kreditne unije je stvaranje boljeg položaja za male štediša. Upravljanje ovom institucijom puno je demokratičnije i ne dozvoljava preveliku koncentraciju moći u rukama nekolicine koja posjeduje značajan kapital. To je vidljivo iz uređenja glasačkih prava, gdje svaki član ima jednaku glasačku moć neovisno o veličini kapitala kojeg drži u kreditnoj uniji. Takva moć malih štediša kada je u pitanju upravljanje njihovim sredstvima ne bi bila moguća u velikim financijskim institucijama kao što su banke.

Prema Olgić Draženović (2012) osnovni cilj poslovanja kreditnih unija nije ostvarivanje profita, već zaštita novčanih sredstava članova kreditne unije i odobravanja kredita članovima uz povoljne uvjete i niske kamatne stope. Osim toga, kreditne unije svojim članovima mogu



dodjeljivati novčanu pomoć, izdavati jamstva za svoje članove, vršiti usluge mjenjačkih poslova.

Prema podacima HNB-a na području RH trenutno aktivno djeluje 17 kreditnih unija. Leko i Stojanović (2018) smatraju kako je jedan od bitnih razloga zbog kojeg nema više kreditnih unija na području RH, loše iskustvo štediša vezano uz prijašnje štedno – kreditne zadruge. Još jedna stavka zbog koje štediša nisu voljni držati svoja sredstva u kreditnim unijama je ta što depoziti štediša nisu osigurani kod Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka.

U RH iz godine u godinu vidljiv je pad broja kreditnih unija. To se prvenstveno može pripisati već spomenutim lošim iskustvima vezanim uz štednju u sličnim institucijama. Kreditne unije kao subjekti financijske intermedijacije zauzimaju vrlo mali dio tržišta i njihov ionako mali utjecaj na financijski sustav sve se više smanjuje.

#### *2.2.1.4. Stambene štedionice*

„Stambene štedionice specijalizirane su institucije koje prikupljaju štednju s ciljem financiranja izgradnje obiteljskih kuća, izgradnje i kupnje stanova, kupnje i opremanja građevinskog zemljišta. U Hrvatskoj su se razvile dobrim dijelom zato što je RH dugi niz godina poticala ovaj način štednje tzv. državnim poticajnim sredstvima. Stambene štedionice smiju obavljati samo uži dio poslova koje smiju obavljati banke“ (Sajter, 2017:87).

Leko i Stojanović (2018) kada govore o razvoju stambenih štedionica spominju europske zemlje odnosno Veliku Britaniju i Njemačku kao začetnike stambenih štedionica u svijetu. Prva stambena štedionica utemeljena je u Velikoj Britaniji 1840. Najstarija stambena štedionica u Njemačkoj osnovana je 1885. Stambene štedionice u obje zemlje kao i u ostatku Europe karakteriziraju procesi spajanja i pripajanja odnosno okrupnjavanja na tržištu stambenih štedionica.

Lešić i Gregurek (2013) ističu temeljnu prednost stambenih štedionica pred ostalim depozitno - kreditnim institucijama, a to je davanje državnih subvencija na stambenu štednju. Državna pomoć najveća je pri osnivanju i u prvim godinama djelovanja stambenih štedionica. Razlog zbog kojeg države subvencioniraju stambene štedionice je taj što stambeno pitanje predstavlja jedno od ključnih socijalnih pitanja u svim zemljama. Autori govore kako se ovom socijalnom pitanju pridaje veća pažnja u europskim zemljama nego primjerice u SAD-u. Većina

europskih zemalja danas ima razvijen neki od oblika institucija kao što su stambene štedionice, dok u SAD-u to nije slučaj.

„Stambene štedionice uvedene su u naš financijski sustav početkom 1998. kao specijalizirane štedionice koje prikupljaju namjensku stambenu štednju. U smislu Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje, ona prikuplja depozite od domaćih fizičkih i pravnih osoba u svrhu rješavanja stambenih potreba stambenih štediša odobravanjem stambenih kredita uz financijsku potporu države“ (Leko, Stojanović, 2018:356).

Trenutno prema podacima HNB-a na području RH posluju tri stambene štedionice, to su: PBZ stambena štedionica d.d., Zagreb, Raiffeisen stambena štedionica d.d., Zagreb i Wüstenrot stambena štedionica d.d., Zagreb.

Utjecaj stambenih štedionica kao subjekata financijske intermedijacije na području RH poprilično je nizak i one zauzimaju izrazito mali tržišni udio. Prema podacima HNB-a krajem 2018. godine imovina stambenih štedionica činila je samo 1,3% ukupne imovine kreditnih institucija. U posljednjih nekoliko godina zahvaljujući Agenciji za pravni promet i posredovanje nekretninama (APN) i njihovim subvencioniranim kreditima mladim obiteljima za rješavanje stambenog pitanja, koncept poslovanja stambenih štedionica gubi na značaju i klasične komercijalne banke sve više zauzimaju i taj mali dio tržišta kojeg su stambene štedionice imale.

#### *2.2.1.5. Institucije za elektronički novac*

Razvojem digitalnih tehnologija i obavljanjem sve više funkcija putem interneta mijenjaju se neki ustaljeni poslovni modeli, koji za sobom donose nove oblike starih načina pružanja usluga. Na području financijske intermedijacije ti procesi započeli su u bankama, pojavom internetskog i mobilnog bankarstva. Daljnjim razvojem pružanja financijskih usluga temeljenih na pametnim tehnologijama pojavljuju se i nebankarske institucije koje obavljaju funkcije platnog prometa, institucije za elektronički novac.

Glavni razlozi pojave elektroničkog novca bili su želja za olakšavanjem online plaćanja (zbog sve većeg rasta internet trgovine). Smanjenjem troškova transakcija i omogućavanje plaćanja u bilo koje doba dana bez obzira na radno vrijeme financijskih institucija neke su od glavnih prednosti elektroničkog novca.

„Elektronički novac elektronička je zamjena (ekvivalent) gotovine, izdan u vrijednosti uplaćenog novca i pohranjen na elektronskom mediju (kartici) ili u kompjuterskom sustavu. Koristi se mobilnim telefonom ili preko internet računa u svrhu izvršavanja platnih transakcija. Naš ga zakon definira kao elektronički pohranjenu novčanu vrijednost izdanu nakon primitka novčanih sredstava u svrhu izvršavanja platnih transakcija“ (Leko, Stojanović, 2018:277).

Institucije za elektronički novac kao i svi drugi financijski intermedijatori iz grupe depozitnih institucija u Republici Hrvatskoj su pod nadzorom HNB-a koji im daje i oduzima dozvolu za rad. Trenutno odobrenje za rad kao institucije za elektronički novac u RH imaju: Hrvatski Telekom, A1, PBZ Card, Erste Card Club, Aircash d.o.o. i Revolut Payments UAB.

### 2.2.2. Institucije ugovorne štednje

Sljedeću skupinu subjekata financijske intermedijacije čine institucije ugovorne štednje. Za razliku od prve skupine ovi subjekti nemaju pravo prikupljati depozite i plasirati kredite. Iz tog razloga ova skupina financijskih intermedijatora ima nešto manji sistemski značaj za funkcioniranje financijskog sustava i nadzor nad njihovim radom nešto je blaži nego kod banaka i ostalih depozitnih institucija. Iako je značaj ove skupine intermedijatora manji od depozitnih institucija, oni također zauzimaju važnu ulogu kada je riječ o pružanju određenih financijskih usluga na financijskom tržištu.

U skupinu institucija ugovorne štednje spadaju: osiguravajuća društva i mirovinski fondovi. Leko i Stojanović (2018) ističu kako je za ova dva financijska intermedijatora karakteristično to da im je priljev sredstava osiguran preko ugovora o štednji koje s tim institucijama sklapaju njihovi članovi. Njihov poslovni model temelji se na plasmanu prikupljenih sredstava (sredstva im se uplaćuju u intervalima, najčešće na mjesečnoj bazi) u dugoročne investicije, prvenstveno u obveznice i dionice.

Mishkin i Eakins (2005) navode nekoliko razloga zašto se osiguravajuća društva i mirovinski fondovi smatraju subjektima financijske intermedijacije. Oni od svojih klijenata dobivaju sredstva za daljnja ulaganja. Primjer, osoba ugovara policu životnog osiguranja, na osnovu te uplate osoba dobiva isplatu sredstava i akumulira gotovinu. Isto tako i mirovinski fondovi primaju uloge svojih klijenata. Obje institucije ulažu prikupljena sredstva u investicije koje im zarađuju novac, dakle ove institucije smatraju se financijskim intermedijatorima iz razloga što sredstva od jednog sektora ulažu u drugi sektor.

Institucije ugovorne štednje u RH nisu pod nadzorom HNB-a (kao što je to slučaj s depozitnim institucijama) nego je za nadzor njihovog poslovanja zadužena Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA).

#### *2.2.2.1. Osiguravajuća društva*

„Osiguravajuća društva su financijske institucije čija se djelatnost bazira na načelu uzajamnosti i solidarnosti u pružanju ekonomske zaštite od određenih opasnosti (rizika) koje ugrožavaju imovinu i osobe. Osiguravajuća društva prikupljaju visoke iznose premija osiguranja koje plasiraju na financijskom tržištu. Prodajom polica osiguranja i uplatama premija osiguravajuće institucije zaštićuju pojedinca i pravne osobe od ekonomskog gubitka i nadoknađuju štete“ (Lešić, Gregurek, 2013:18).

Temelj poslovanja osiguravajućih društava je prodaja različitih oblika polica pojedincima, to mogu biti i fizičke i pravne osobe, čijom prodajom osiguravajuća društva akumuliraju značajna financijska sredstva. Tim sredstvima osiguravatelji nastupaju na tržištima kapitala ili drugim tržištima, te na taj način ostvaruju prinos na svoja sredstva koji im garantira financijsku stabilnost potrebnu za isplate osiguranika u budućnosti. Na razlici uplata i isplata polica osiguranja i na pozitivnoj razlici kretanja imovine u koju ulažu, osiguravajuća društva ostvaruju dobit.

Ćurak (2004) ističe još jednu važnu ulogu osiguravajućih društava u financijskom poslovanju. Primjerice, prilikom određenog investicijskog projekta osiguravatelji mogu pružiti određeno osiguranje investitoru koji provodi projekt (npr. osiguranje imovine prilikom izgradnje stambene ili poslovne zgrade) ili nekim drugim oblicima osiguranja koji smanjuju rizičnost investitora ili projekta kojeg on provodi i time povećavaju njegov bonitet. Samim time investitor se smatra manje rizičnim i drugi važni subjekti financijske intermedijacije (npr. banke) spremni su financirati njegov projekt uz povoljnije uvjete.

Leko i Stojanović (2018) zaključuju da iako postoje razne vrste osiguravajućih kuća i usluga osiguranja koje one pružaju, s financijskog gledišta svima im je zajedničko da prikupljaju iznose premija koje plasiraju na financijsko tržište. Ugovori koje sklapaju s klijentima omogućuju im predvidiv priljev novca, stoga prikupljena sredstva mogu ulagati u financijske instrumente različitog roka dospijeca.

U RH prema podacima HANFE trenutno posluje 15 društava za osiguranje i reosiguranje. Osiguravajuća društva kao financijski intermedijatori imaju važnu ulogu u financijskom

sustavu i čine jedne od najvećih subjekata financijske intermedijacije u RH. Osiguravajuća društva uz banke čine financijske intermedijatore s kojima se fizičke osobe neizbježno susreću. Gotovo svaka osoba primorana je plaćati premiju za neko od osiguranja koje pružaju osiguravajuća društva. Unatoč tome po vrijednosti imovine kojom upravljaju i značajem kojeg imaju još su daleko od statusa kakvog na financijskom tržištu imaju banke.

#### *2.2.2.2. Mirovinski fondovi*

„Mirovinski fondovi nude štedne planove putem kojih sudionici fonda akumuliraju ušteđevinu s odgođenim porezom tijekom radnih godina prije nego što ju povuku tijekom godina u mirovini. Izvorno uložena sredstva i akumulirana u mirovinskom planu izuzeta su od tekućeg oporezivanja. Umjesto toga, porez se plaća tek kad se fond stvarno distribuira sudioniku fonda“ (Saunders, Cornett, 2006:505).

Osnovna ideja mirovinskih fondova je da osiguranici tokom svog radnog vijeka uplaćuju sredstva koja će im biti isplaćivana završetkom njihova radnog staža. U RH sredstva za isplatu budućih mirovina svojih zaposlenika uplaćuju njihovi poslodavci, iz njihove bruto plaće uplatama u 1. i 2. stup mirovinske štednje. Također, zaposlenici se tokom svog radnog vijeka mogu odlučiti i za samostalno uplaćivanja sredstava u 3. stup mirovinske štednje, ulaganjem u mirovinske fondove koji im to omogućuju.

„Mirovinski fondovi u Republici Hrvatskoj započeli su s radom 2002. godine, nakon starta mirovinske reforme koja je bitno izmijenila i unaprijedila strukturu financijskog tržišta. Od 1991. do 2001. godine državno vođeni mirovinski sustav je postojao u formi međugeneracijske solidarnosti te je zbog izrazito neučinkovitog i skupog sustava prijetio urušavanjem. Novi institucionalni okvir stvorio je preduvjete za efikasniji mirovinski sustav temeljen na tri stupa“ (Olgić Draženović, 2012:146).

Prvi stup mirovinskog osiguranja predstavlja obvezno uplaćivanje 15% bruto plaće osiguranika u mirovinski fond Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje, na temelju generacijske solidarnosti. Drugi stup mirovinskog osiguranja također je obvezujući i odnosi se na obveznu uplatu 5% bruto plaće osiguranika u jedan od mirovinskih fondova, a ta sredstva mirovinski fondovi ulažu na financijskim tržištima. Treći stup mirovinskog osiguranja temelji se na dobrovoljnom uplaćivanju sredstava osiguranika na osnovi individualne kapitalizirane štednje.

Postojeći sustav mirovinskog osiguranja u RH često je tema brojnih polemika u javnom prostoru. Osim uplatama osiguranika prvi stup mirovinskog osiguranja dobrim dijelom se financira i iz državnog proračuna što postavlja pitanje održivosti tog modela. U posljednjih nekoliko godina vidljivi su trendovi sve dužeg životnog vijeka stanovništva i time sve većeg broja korisnika mirovinskog sustava. Paralelno s tim sve je manje radno sposobnog stanovništva koje bi trebalo osiguravati sredstva za isplatu mirovina postojećim umirovljenicima. Iz tih razloga može se zaključiti kako će i u budućnosti biti potrebno provoditi određene reforme mirovinskog sustava.

Lešić i Gregurek (2013) mirovinske fondove definiraju kao najznačajnije fondove na financijskim tržištima. U mirovinske fondove članovi uplaćuju doprinose za vrijeme svog radnog vijeka, a mirovinski fondovi im obećavaju isplatu redovitih mjesečnih iznosa kada odu u mirovinu. Prikupljena sredstva mirovinski fondovi ulažu u: vlasničke vrijednosne papire, dužničke vrijednosne papire, depozite kod banaka, vrijednosne papire na tržištima novca i sl.

Poslovanje odnosno ulaganje mirovinskih fondova predstavlja jedan od najstrožih i najreguliranijih oblika investicijskog poslovanja. Zbog svog izrazitog gospodarskog, društvenog i političkog značaja mirovinski fondovi moraju posebno voditi brigu o svojim investicijskim aktivnostima. Mirovinskim fondovima dopušteno je ulaganje samo u vrijednosne papire koje se smatra najmanje rizičnim odnosno one vrijednosne papire za koje se smatra da će donositi razuman dugoročni prinos.

Mirovinski fondovi suočavaju se danas s brojnim izazovima na tržištima kapitala, zbog svog izrazitog društvenog značaja moraju ulagati samo u najlikvidnije vrijednosnice najmanjeg rizika, a u isto vrijeme moraju voditi brigu o prinosima na svoje investicije, što je posebno izazovno u vremenima povijesno niskih kamatnih stopa.

„Mirovinske fondove osnivaju društva za upravljanje obveznim, odnosno dobrovoljnim mirovinskim fondovima i njima upravljaju u svoje ime, a za račun članova fonda. Obvezni mirovinski fond može biti kategorije A, B ili C, koji se međusobno razlikuju u odnosu na životnu dob osiguranika, tj. vremenskom trajanju članstva u fondu, a posljedično i strategijama ulaganja s obzirom na preuzete rizike“ (Leko, Stojanović, 2018:363).

Prema podacima HANFE danas na području RH djeluje 12 obveznih mirovinskih fondova kojima rukovode 4 društva za upravljanje mirovinskim fondovima. Osim njih djeluje i još 28

dobrovoljnih mirovinskih fondova, pretežito zatvorenog tipa, odnosno to su fondovi samo za članove određenog sindikata ili poduzeća.

Kao subjekti financijske intermedijacije na području RH mirovinski fondovi imaju izrazito važnu ulogu. Oni upravljaju značajnom financijskom imovinom i u svom portfelju imaju vrijednosne papire najvećih i najznačajnijih hrvatskih poduzeća. Isto tako važni su i za financiranje države s obzirom da su zakonski obvezni ulagati velik dio svojih sredstava u državne obveznice.

### 2.2.3. Investicijski posrednici

Investicijski posrednici kao subjekti financijske intermedijacije imaju zapaženiju ulogu u tržišno orijentiranim ekonomijama, odnosno tamo gdje je razvijeno prikupljanje kapitala preko financijskih tržišta. Njihovo djelovanje u potpunosti je vezano uz tržišta novca i kapitala. U bankocentričnim sustavima imaju manju ulogu i važnost u financijskom sustavu od druge dvije skupine financijskih intermedijatora (depozitnih institucija i institucija ugovorne štednje).

U skupinu investicijskih posrednika ubrajaju se: investicijski fondovi, investicijske banke, investicijska društva (među kojima su: brokeri, dileri, klirinška društva i sl.). Svi oni obavljaju specifične uloge kada je riječ o investiranju na financijskom tržištu i općenito o funkcioniranju financijskih tržišta.

#### 2.2.3.1. Investicijski fondovi

„Investicijski fondovi prikupljaju sredstva emisijom udjela brojnim individualnim investitorima te tako prikupljena sredstva koriste za kupnju diversificiranih portfelja dionica i obveznica. Investicijski fondovi omogućavaju ulagačima da udruže sredstva i na taj način smanje transakcijske troškove kupnje velikih blokova vrijednosnih papira. K tome, investicijski fondovi omogućavaju veću diversifikaciju portfelja od one koju bi mogao postići prosječni individualni investitor“ (Mishkin i Eakins, 2005:29).

Ulaganje u investicijske fondove nosi niz beneficija za male ulagače. Veličina i institucionalni značaj kojeg investicijski fondovi imaju na financijskim tržištima omogućuje im lakše trgovanje vrijednosnim papirima i smanjenje troškova. Danas na tržištu postoji velik broj različitih investicijskih fondova, stoga pojedinačni ulagači imaju priliku investirati u posebne

vrste vrijednosnica ili u posebne sektore gospodarstva. Odabir fonda za pojedinca na kraju se svodi na to koliki prinos očekuje na svoje ulaganje i kolikom se riziku želi izložiti.

„Investicijski fond odvojen je od društva za upravljanje fondovima te može, ali i ne mora imati pravnu osobnost. Organizatori fonda najčešće su banke, osiguravajuća društva, tvrtke za upravljanje fondovima, velike brokerske kuće i druge institucije. Za svoje usluge fondovi naplaćuju naknade, koje se u većini slučajeva odnose na pristupninu i određenu proviziju“ (Olgić Draženović i sur. 2015:170-171).

Lešić i Gregurek (2013) kada govore o jednoj od glavnih funkcija svih investicijskih fondova, diversifikaciji, ističu njene prednosti i mane. Prednost koju donosi diversifikacija je u tome što u slučaju bankrota jedne kompanije investitori u fond ne gube cijelo svoje ulaganje nego samo trpe korekciju prinosa na svoj ulog. S druge strane, ako dionica jedne kompanije u određenom razdoblju ostvari natprosječno visok prinos, prinos fonda koji je uložio i u tu dionicu ostat će uprosječen.

Ulaganje u investicijske fondove smatra se odličnom pasivnom investicijskom strategijom. Pojedinci koji žele očuvati vrijednost svoje štednje i na njoj zaraditi određeni prinos odlučit će se na ovaj oblik ulaganja. Kupnjom udjela u investicijskom fondu ulagači dobivaju ekspertizu financijskih stručnjaka koji svakodnevno prate trendove na tržištima kapitala i sukladno tome određuju investicijske strategije.

Danas postoji velik broj različitih investicijskih fondova, koji se mogu podijeliti na osnovi oblika u kojem su osnovani i na osnovi vrste imovine i vrijednosnih papira u koje ulažu. Leko i Stojanović (2018) ističu dvije osnovne vrste investicijskih fondova: otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-UCITS*) i alternativni investicijski fondovi (engl. *Alternative Investment Funds-AIF*).

Kada je riječ o imovini i vrsti vrijednosnih papira postoje: dionički, obveznički, mješoviti, novčani, fondovi rizičnog kapitala pa i fondovi koji ulažu u kriptovalute. Svi fondovi koji žele poslovati na prostoru RH za to moraju dobiti dopuštenje HANFE kao glavnog regulatora na području financijskih usluga.

Trenutno u RH posluje 96 otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom i 41 alternativni investicijski fond. Investicijski fondovi u RH najveći utjecaj na financijskom tržištu imali su u vremenima prije globalne financijske krize 2008. godine. Zbog velikog pada



vrijednosti imovine investicijskih fondova u tim vremenima izgubljeno je povjerenje hrvatskih štediša i ulagatelja.

Posljednjih godina primjetna je uzlazna putanja imovine investicijskih fondova, ali je to i dalje puno manje nego u vremenima prije krize. S obzirom na bankovne depozite koji gotovo da i ne nose nikakav prinos odnosno realno nose negativan prinos (kada ga se korigira za inflaciju) za očekivati je da će i hrvatski građani koji su tradicionalno neskloni bilo kakvom ulaganju i držanju sredstava na bankovnim računima plasirati dio sredstava i u investicijske fondove.

Obzirom na tradicionalno bankocentričnu strukturu hrvatskog gospodarstva teško je za očekivati da će investicijski fondovi kao subjekti financijske intermedijacije imati utjecaj na financijskom tržištu približan onome kakav imaju banke, što je slučaj u razvijenim tržišno orijentiranim ekonomijama, prvenstveno Sjedinjenim Američkim Državama i Ujedinjenom Kraljevstvu. Međutim, za pretpostaviti je da će zadržati svoje mjesto kao financijski intermedijator i postepeno jačati svoj utjecaj na tržištima kapitala.

#### *2.2.3.2. Investicijske banke*

Za investicijske banke kao i za sve druge subjekte financijske intermedijacije iz ove skupine može se reći da imaju puno manji značaj u ekonomijama s manje razvijenim financijskim tržištima. Posebno je to izraženo kod investicijskih banaka koje možemo reći paradoksalno u bankocentričnim zemljama gotovo i ne postoje. Točnije, usluge investicijskog bankarstva u tim zemljama pružaju „klasične“ komercijalne banke. Investicijske banke kao zasebne financijske institucije posluju u velikim svjetskim financijskim središtima.

Investicijske banke od klasičnih banaka razlikuje to što su one u prvom redu namijenjene poslovnim subjektima, prvenstveno velikim korporacijama. Investicijske banke ne bave se prikupljanjem depozita građana i plasiranjem potrošačkih, stambenih i drugih kredita stanovništvu. Značajnu ulogu na financijskim tržištima imaju prilikom emisije vrijednosnih papira korporacija, kupuju njihove vrijednosne papire i kasnije ih na sekundarnom tržištu prodaju drugim financijskim institucijama.

Investicijsko bankarstvo smatra se rizičnijim od komercijalnog, vrijednosni papiri i slični financijski instrumenti (s kojima posluju investicijske banke) podložni su čestim promjenama vrijednosti. Iz tog zaključka proizlazi razlog razdvajanja njihovog poslovanja. Mishkin i Eakins (2005) govore kako je uslijed velike krize 30-tih godina propalo 40 posto svih

poslovnih banaka (koje su tada ulagale velik dio svoje imovine u vrijednosne papire), a time su propali i depoziti štediša, što je dovelo do izglasavanja Glass-Steagallova zakona kojim je odvojeno poslovanje investicijskog od poslovnog bankarstva. Postupcima akviziranja investicijskih banaka od strane poslovnih banaka polako je nestajalo to razgraničenje, koje je kasnije dovelo i do opoziva tog zakona.

Saunders i Cornett (2006) ističu važnost investicijskih banaka prilikom provođenja korporacijskih financijskih aktivnosti; to mogu biti savjetničke usluge prilikom spajanja i preuzimanja ili savjeti vezani uz restrukturiranje korporacija. Osim tih usluga područja aktivnosti investicijskih banaka još su: investiranje, trgovanje, upravljanje gotovinom, investicijsko bankarstvo, stvaranje tržišta i ostale usluge iz područja investicijskih aktivnosti.

Leko i Stojanović (2018) investicijske banke danas vide kao „*full service*“ financijske intermedijatore koji obavljaju sve usluge na primarnom i sekundarnom financijskom tržištu, a neke od njih su: brokerske usluge, vođenje „margin“ računa, savjetovanje i sl. Kao što je već rečeno u ekonomijama sa slabije razvijenim financijskim tržištima investicijske banke ne posluju kao posebne banke, već usluge iz njihovog područja pružaju komercijalne banke. To je slučaj i u Republici Hrvatskoj gdje danas ne posluje niti jedna investicijska banka.

#### 2.2.3.3. *Investicijska društva*

Leko i Stojanović (2018) investicijskim društvima smatraju subjekte koji smiju obavljati sljedeće investicijske usluge: prijenos financijskih instrumenata, izvršavanje naloga u korist klijenta, dilerske poslove za vlastiti račun, portfolio menadžment, investicijsko savjetovanje, upis i plasman financijskih instrumenata prema sporazumu s tvrtkama, plasman financijskih instrumenata bez sporazuma s tvrtkama, multilateralne poslove i brojne pomoćne financijske usluge predviđene za investicijska društva posebnom uredbom EU.

Subjekti financijske intermedijacije koji se ubrajaju u skupinu investicijskih društava su: brokeri, dileri, društva za upravljanje fondovima, klirinška društva. Razlikuju se prema funkcijama koje imaju unutar financijskog sustava i prema načinu trgovanja na financijskim tržištima. Primjerice, brokeri kao intermedijatori vrše uslugu kupnje i prodaje vrijednosnih papira u ime klijenta i za njihov račun, s druge strane dileri trguju za vlastiti račun i kasnije kupljene vrijednosne papire prodaju i na razlici zarađuju ili gube.

Društva za upravljanje fondovima osnivaju se kao pravne osobe, društva s ograničenom odgovornošću ili dionička društva. Poslovanje im se temelji na osnivanju i upravljanju

investicijskim fondovima. U RH najznačajnija su društva za upravljanje mirovinskim i investicijskim fondovima.

„Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD) je društvo koje posluje kao središnji depozitorij odnosno registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira, gdje se u obliku elektroničkih zapisa vode podaci o izdavateljima, vrijednosnim papirima i vlasnicima tih vrijednosnih papira, kao i drugi podaci predviđeni zakonom. SKDD osim usluga depozitorija, pruža i usluge prijeboja i namire za transakcije s nematerijaliziranim vrijednosnim papirima“ (Lešić, Gregurek, 2013:69).

Od subjekata financijske intermedijacije iz ove skupine u RH trenutno posluje 6 investicijskih društava koja imaju potrebna odobrenja HANFE za pružanje financijskih usluga. U prvom redu to se odnosi na pružanje brokerskih usluga na domaćem i inozemnom tržištu kapitala. Prema podacima Zagrebačke burze (ZSE), osim ovih investicijskih društava brokerske usluge još može pružati nekoliko komercijalnih banaka.

### **2.3. Novi trendovi u financijskoj intermedijaciji**

Različitim procesima kao što su globalizacija, mobilnost ljudi i kapitala, napredak tehnologije i drugi važni procesi svijet se mijenja, a samim time mijenjaju se i ustaljeni oblici svih industrija i sustava. Implementacija novih tehnologija u poslovne sustave mijenja ustaljene načine poslovanja svih gospodarskih subjekata. Kako bi opstali na tržištu svi subjekti moraju prilagoditi svoj poslovni model novonastalim trendovima i biti u stanju odgovoriti na sve izazove koje za sobom donosi globalno digitalno poslovanje.

Osim samih promjena tehnologije i sve veće globalizacije koja utječe na razne dijelove poslovanja, poslovni subjekti suočavaju se sa sve većom konkurencijom koja ulazi na njihova tržišta. Pojava novih konkurenata pred poslovne subjekte stavlja izazov kako odgovoriti na novonastalu konkurenciju i zadržati svoj tržišni udio.

Promjene načina poslovanja ne zaobilaze ni svijet financija. Osim pojave novih tehnologija velik utjecaj na financijski poslovni sustav imaju i izmjene različitih zakonodavnih pravila i propisa. U posljednjih nekoliko godina promjene u svijetu financija sve su značajnije, što za sobom donosi smanjivanje utjecaja tradicionalno najznačajnijih subjekata u financijama i pred njih stavlja izazov prilagodbe novonastalim trendovima.

Analiziranje promjena u svijetu financija počinje od pregleda samog financijskog sustava. Najosnovnija podjela financijskih sustava je ona na bankovno orijentirane sustave i tržišno orijentirane sustave. Prve naznake promjena u financijskom sustavu vidljive su ukoliko se smanjuje dominacija banaka u bankocentričnim ili ako ona raste u tržišno orijentiranim financijskim sustavima.

Leko i Stojanović (2018) ističu kako je za bankocentrične sustave karakteristično to da se većina financijske aktivnosti u zemlji svodi na prikupljanje depozita i plasmane kredita od strane banaka. Osim banaka u takvom sustavu važnu ulogu imaju osiguravajuća društva i depozitne institucije. S druge strane, u tržišno orijentiranim financijskim sustavima, glavni izvor financiranja je tržište kapitala, dok bankovni krediti imaju manju ulogu. U takvim sustavima uloga nebankovnih subjekata financijske intermedijacije je puno značajnija.

Zahvaljujući globalizaciji i dostupnosti tehnologije došlo je do pojave novih subjekata na financijskim tržištima. Njihova pojava vidljiva je i u tradicionalno bankocentričnim financijskim sustavima među kojima je i hrvatsko. Okretanje korisnika tradicionalnih bankarskih usluga raznim digitalnim platformama i aplikacijama koje su u posljednjih nekoliko godina zauzele dobar dio financijskog tržišta predstavlja jedan od ključnih izazova za banke ukoliko žele zadržati svoj tradicionalno velik utjecaj na financijski sustav.

Olgić Draženović i sur. (2015) govore kako klasično bankarstvo sve više gubi svoj značaj, uz istovremeno jačanje drugih financijskih intermedijatora. Neki od novih trendova u svijetu financija koje autori ističu su: brži rast financijskog sektora od samog nacionalnog gospodarstva, povećanje volumena trgovine vrijednosnim papirima, povećanje broja financijskih instrumenata, rastući utjecaj financijskih konglomerata.

Za pojavu tih novih trendova na financijskom tržištu kao što su povećanje volumena trgovine vrijednosnim papirima i povećanje utjecaja financijskih pa i nefinancijskih konglomerata (kao što su tehnološke multinacionalne kompanije) karakteristično je da se oni pojavljuju bez utjecaja tradicionalnih banaka. Neke od novih trendova u svijetu financija postavljaju nebankarske pa čak i nefinancijske institucije.

Mishkin i Eakins (2005) kada govore o inovacijama u svijetu financija ističu tri osnovna razloga nastajanja financijskih inovacija, to su: odgovor na promjene potražnje, odgovor na promjene ponude i izbjegavanje zakonskih odredbi. Također zaključuju kako promjene u

financijskom okruženju od financijskih institucija traže razvoj inovacija koje će se u budućnosti pokazati kao profitabilne.

Jedan od glavnih razloga izrazite regulacije financijskog sektora je njegova velika važnost u funkcioniranju cjelokupnog gospodarstva. Nakon globalne financijske krize 2008. godine, regulativa je postala još stroža i opsežnija. Sve više djelatnika financijskih institucija zaokupljeno je tumačenjem i usvajanjem različitih uredbi, pravilnika, standarda, zakona i drugih pravnih propisa. Povećanje regulative za financijske institucije znači povećanje troškova i prateće smanjenje zarada za njihovo poslovanje. Institucije koje to najviše pogađa su banke. Upravo je opterećenost banaka zakonodavnim propisima jedan od glavnih razloga jačanja drugih subjekata financijske intermedijacije koji preuzimaju tradicionalno njihov dio tržišta.

„Ekonomska analiza inovacija sugerira da svaki put kad su promjene u ekonomskom okruženju takve da zakonska regulativa postaje toliko ograničavajuća da se velika dobit može ostvariti samo izbjegavajući njezine odredbe, postoji velika vjerojatnost da će doći do traganja za tzv. rupama u zakonu i inovacija“ (Mishkin i Eakins, 2005:429).

Postoje brojni primjeri izbjegavanja regulativnih odredbi u financijama. Primjerice, već spomenuti Glass-Steagallov zakon koji je odvajao investicijsko od komercijalnog bankarstva, i time smanjivao sistemski rizik bankarskog sektora. Postupci akviziranja različitih vrsta banaka u jednu bankarsku instituciju doveli su do „zamućivanja“ razlike između dvaju vrsta banaka i kasnije doveli do ukidanja samog zakona.

Jedan od načina na koji su banke doskočile povećanoj regulaciji njihovog poslovanja je stvaranje „bankarstva u sjeni“ (engl. *Shadow banking*). Dumičić i Ridzak (2019) govore kako je taj pojam u svijet financija uveo Paul McCulley 2007. godine kada je govorio o nebankovnim financijskim institucijama koje se bave kreiranjem dugoročnih plasmana iz izvora kraćeg roka dospjeća. Navedene institucije su izvan regulatornog okvira kreditnih institucija odnosno bankarske regulative. McCulley je istaknuo kako su ti financijski subjekti bili povezani s bankama, kojima je to omogućavalo prebacivanje određenih poslova van njihovih bilanci.

Leko i Stojanović (2018) navode neke od financijskih institucija koje smatraju institucijama „bankarstva u sjeni“. Među njima su: investicijski fondovi, osiguravajuća društva i mirovinski

fondovi, *financing vehicles*- institucije za hipotekarno, potrošačko i investicijsko kreditiranje, leasing i faktoring, društva za posebne namjene (engl. *Special Purpose Vehicles-SPV*).

Osim standardnih subjekata financijske intermedijacije, pod pojam „bankarstvo u sjeni“ ubrajaju se i neki novi subjekti u svijetu financija, kao što su SPV. Njihova povezanost s bankama pokazala se kao jedan od razloga nepovjerenja u financijski sustav tokom financijske krize 2008. godine. SPV su posebni poslovni subjekti koje su banke osnivale kako bi na njih prenijele rizičnu imovinu, koja se na taj način nije knjižila u njihovim poslovnim knjigama.

Mishkin i Eakins (2005) kada govore o regulaciji bankarskog poslovanja navode neke od metoda kojima se provjerava stabilnost banaka. Navedeno se provodi procjenom kvalitete bilance na određeni datum, provjerom poštuje li banka zakonom propisanu razinu kapitala ili ograničavanjem ulaganja u određenu vrstu imovine. Taj tradicionalni pristup upravljanja rizikom u bankarskom sektoru više nije adekvatan u novonastalom financijskom svijetu gdje su financijske inovacije rezultirale pojavom novih tržišta i instrumenata na kojima banke i njihovi djelatnici mogu ostvariti nova velika ulaganja.

Nakon financijske krize došlo je do postrožene regulative financijskog sektora što se najviše odrazilo na banke. Fahri i Tirole (2017) navode kako ostali subjekti financijske intermedijacije počinju pružati razne bankarske usluge i ističu kako to nije slučaj samo u SAD-u zbog povećane regulative banaka. Novi trendovi u financijskom sustavu prisutni su i u tržištima u nastajanju. U Kini „banke u sjeni“ omogućuju financiranje malim i srednjim poduzećima za njihovo poslovanje.

Dumičić i Ridzak (2019) zaključuju da iako „bankarstvo u sjeni“ ne podliježe većini zakonskih odredbi kojima podliježu banke zbog čega su njihovi klijenti manje zaštićeni, postoje druge prednosti za klijente ove vrste financijskih intermedijatora. Primjerice, ako zbog kompleksne regulative financijska institucija (npr. banka) ne smije pružati svoje usluge određenim klijentima, ova vrsta financijskih intermedijatora može pružiti svoje financijske usluge tim tržišnim sudionicima.

„Tržišne sile slične onima u SAD-u dovele su i do opadanja tradicionalnog bankarskog poslovanja i u drugim industrijaliziranim zemljama. Banke su izgubile svoj monopol nad depozitima i u drugim državama osim SAD-a. Do financijskih inovacija došlo je diljem

svijeta. U Europi, inovacije su polako nagrízale sve zaštitne zidove koji su tradicionalno štitili banke od moguće konkurencije“ (Mishkin i Eakins, 2005:461).

Povećanje konkurencije bankama u financijskom sustavu prva je naznaka novih trendova u financijskoj intermedijaciji. Osim toga, razvoj digitalnih inovacija omogućio je i pojavu potpuno novih subjekata i tehnologija na ovom području. Sve veći značaj globalnih tehnoloških kompanija za svjetsko gospodarstvo omogućio im je ulazak i u svijet financija, pa se tako pojavila i jedna potpuno nova industrija *Fintech*. Primjer dobrog odgovora banaka na rastuće tehnološke inovacije na području financija je uspješna adaptacija mobilnog bankarstva u svoj poslovni model. Najnoviji trend na području financija su kriptovalute i s njima povezana blockchain<sup>4</sup> tehnologija za koju se smatra da može ponuditi potpuno nov decentraliziran financijski sustav.

„Promjene strukture i relativnog značenja pojedinih financijskih institucija, a posebno ubrzano smanjivanje relativnog udjela banaka, jedna je od najvažnijih pojava u današnjim financijama. Stoga se često govori o „smrti starog financijskog sustava“ i o „budućnosti bez banaka, ali s bankarstvom“ (Leko, Stojanović, 2018:40).

### 2.3.1. Ulazak FinTech kompanija na područje financijske intermedijacije

„U svojoj osnovi FinTech koristi digitalnu tehnologiju, koja omogućava uvođenje tehnoloških inovacija u obliku novih financijskih proizvoda te brze i automatizirane financijske usluge poput platformi za direktno kreditiranje i financije digitalnih valuta. Istovremeno, u mnoga financijska područja sve više uvode primjenu umjetne inteligencije i algoritama“ (Bračun, Turkalj, 2020:79).

Frost i sur. (2019) govore kako su tehnološke kompanije postepeno razvijale svoj ulazak u svijet financija. Tehnološke kompanije najprije počinju s pružanjem usluga plaćanja, nakon toga svoje financijske usluge proširuju na usluge osiguranja, kreditiranja, investicijskih usluga i sl. Spomenute usluge pružaju samostalno ili u suradnji s drugim tradicionalnim financijskim institucijama. Primjerice u Kini dvije kompanije Ant Financial (koja je dio Alibaba grupe, gdje pripada i Alipay) i WeBank (u vlasništvu tehnološke kompanije Tencent, pod čijim je upravljanjem i WeChat Pay) kreditiraju mala i srednja poduzeća. Iako je njihov udio u kreditiranju kineskog gospodarstva malen (manji od 1%), ovaj oblik nebankovnog financiranja zanimljiv je kako poduzećima tako i regulatorima.

---

<sup>4</sup> Navedena tehnologija će detaljnije biti opisana u točki 2.3.3. rada.

Cai (2018) govori da iako su ugroženi od strane FinTech-a, tradicionalni financijski intermedijatori i dalje imaju veći utjecaj u financijama od FinTech kompanija. U budućnosti se može očekivati i nadmetanje i suradnja između tradicionalnih i novih intermedijatora na financijskom tržištu. U usporedbi s visoko reguliranim financijskim institucijama (npr. bankama) FinTech kompanije kao subjekti financijske intermedijacije smatraju se slabo ili nikako reguliranim financijskim intermedijatorima. Trenutno im je to jedna od glavnih prednosti koju imaju nad tradicionalnim financijskim institucijama. Postupno reguliranje njihovog poslovanja za sobom će nositi izazove zadržavanja svog statusa na financijskom tržištu.

Lee i Shin (2017) identificiraju 6 ključnih izazova za poslovanje kako FinTech intermedijatora, tako i tradicionalnih subjekata financijske intermedijacije: investicijski menadžment, upravljanje odnosima s klijentima, sigurnost i privatnost, integracija tehnologije, regulativa i naravno upravljanje rizikom.

Većina FinTech kompanija nastala je zahvaljujući svojim krovnim kompanijama, odnosno tehnološkim kompanijama i to prvenstveno onima koje su se bavile online trgovinom. Razvoj internet kupovine za sobom je nosio i potrebu implementacije sustava za plaćanje online putem. Online trgovine stoga su bile primorane surađivati s različitim brojem bankarskih i kartičarskih kuća, što je za njih predstavljalo dodatan trošak. Iz tog razloga online trgovine počele su razvijati svoje vlastite interne sustave plaćanja što je kasnije dovelo i do mogućnosti pružanja platnih usluga i drugim korisnicima van njihovih online trgovina.

Posjedovanje velikih baza podataka o aktivnostima i navikama kupaca, tj. klijenata predstavlja još jedan razlog brzog razvoja kompanija koje su se bavile online trgovinom u nove važne subjekte na financijskom tržištu. Prikupljanje podataka o potrošačkim navikama izrazito je važno za oglašavanje i ponudu financijskih usluga, primjerice za ponudu mikro potrošačkih kredita.

U današnjem globaliziranom svijetu novi trendovi se gotovo istovremeno pojavljuju u svim dijelovima svijeta. No ipak u razvoju FinTech industrije i njenom značaju za financijski sustav najdalje se otišlo u tehnološki i ekonomski najrazvijenijim zemljama svijeta, Kini i SAD-u. Velike američke tehnološke kompanije razvile su svoje financijske kompanije za potrebe plaćanja u online trgovinama i pružanjem sličnih financijskih usluga. Najpoznatije su: Amazon Pay (Amazon), Google Pay (Google) i Apple Pay (Apple).



Uloga FinTech kompanija u financijama postaje sve važnija kako one počinju pružati sve veće i kompleksnije financijske usluge. Frost i sur. (2019) govore kako je do značajnog povećanja važnosti FinTech-a u Kini došlo nakon što je 2013. Alibaba osnovala mobilni novčani fond. Taj novčani fond omogućavao je korisnicima Alipay-a investiranje malih novčanih sredstava, počevši već od 1RMB (*Renminbi*, kineska valuta). Nakon 5 godina imovina kojom je fond upravljao vrijedila je oko 266 milijardi dolara, što ga je činilo najvećim MMF (engl. *Money Market Funds*, novčanim fondom) na svijetu. Konkurenti su također osnivali svoje novčarske fondove, društva za upravljanje imovinom i osiguravajuća društva. Zahvaljujući brzom razvoju i pružanjem gotovo svih financijskih usluga FinTech kompanije postaju sve značajnije za financijski sustav.

Bračun i Turkalj (2020) kada govore o razvoju FinTech industrije u Hrvatskoj također ističu važnost internet trgovine. Najčešće se za plaćanje putem interneta koristio PayPal koji je u RH dostupan od 2011. godine. Jedan od najpoznatijih svjetskih FinTech-a koji posluje na području RH je Revolut (koji je od strane HNB-a reguliran kao institucija za elektronički novac) što znači da mu je ograničen spektar pružanja financijskih usluga. Revolut kao ni bilo koji drugi FinTech na području financijske intermedijacije u RH još uvijek nema velik utjecaj kada je riječ o pružanju nekih drugih financijskih usluga rezerviranih za tradicionalne subjekte financijske intermedijacije. Razvoj FinTech industrije u RH temelji se na suradnji između banaka i IT tvrtki. A jedna takva suradnja rezultirala je stvaranjem KEKS Pay-a, koji je razvijen suradnjom ERSTE banke i njenog internog Start-upa u suradnji s vanjskim partnerima.

Žigman (2020) kada govori o FinTech industriji u RH, subjekte koji djeluju na ovom području dijeli u dvije grupe. Prva grupa su subjekti koji se izravno bave pružanjem financijskih usluga, dok drugu grupu čine subjekti zaduženi za razvijanje tehnoloških rješenja za subjekte koji pružaju financijske usluge. Prema podacima HANFE na području FinTech-a u RH djeluje 57 subjekata, od kojih je njih 10 orijentirano na FinTech, dok njih 47 pripada IT sektoru (ali im je manji ili veći dio poslovanja usmjeren prema financijama). U ove brojke ne ulaze tradicionalne regulirane financijske institucije koje također razvijaju FinTech rješenja kako bi bile u stanju pratiti aktualne trendove na financijskom tržištu.

### 2.3.2. Mobilne aplikacije u sustavu financijske intermedijacije

Jedan od glavnih načina na koji se tradicionalne bankarske institucije koje posluju preko fizičkih poslovnica suprotstavljaju sve većoj konkurenciji digitalnih banaka i novonastalih subjekata u svijetu financija je mobilno bankarstvo.

Bria (2014) pojam mobilnog bankarstva ne izjednačava sa aplikacijama banaka koje klijenti instaliraju na svoje pametne telefone. Osnovna ideja mobilnog bankarstva je da banke budu prisutne na platformama i uređajima koje koristi cjelokupna populacija. Danas su to pametni telefoni sutra to može biti nešto drugo. Dva osnovna pitanja na koje banke u budućnosti moraju odgovoriti su: gdje se klijenti nalaze i kada će imati potrebu za određenim bankarskim proizvodom.

Babić-Hodović i Arslanagić-Kalajdžić (2019) kažu kako nove forme bankarskih usluga potpomognutih tehnološkim razvojem donose izazove, ali isto tako i prilike za banke i druge financijske institucije. Tehnološke inovacije stvorile su prilike za smanjenje troškova i podizanje kvalitete usluge za krajnjeg korisnika.

Kunac (2011) ističe kako su banke i financijske institucije već u samim počecima razvoja Interneta shvatile mogućnosti koje on nudi. Postojeće banke razvile su Internet i mobilne aplikacije za pružanje svojih standardnih usluga dok su neke banke osnovane specijalno za djelovanje u online obliku bez fizičkih poslovnica.

Banke koje posluju isključivo online nemaju troškove karakteristične za fizičke banke. Banke koje svoje usluge pružaju u poslovnicama moraju platiti najam prostora i zaposlenike s kojima klijenti komuniciraju. Nepostojanje tih troškova online banke čini konkurentnijima, na način da one mogu ponuditi veće kamate na depozite i niže kamate na kredite. No postoji i određena konzervativna grupa klijenata koja zbog skeptičnosti prema toj vrsti bankarskog poslovanja i manje regulacije (primjer takve banke u RH je Ferratum banka koja nema odobrenje za rad od strane HNB-a) preferiraju banke s fizičkim poslovnicama u svojoj zemlji.

Gotovo sve velike banke u RH koje posluju prvenstveno preko svojih fizičkih poslovnica razvile su vlastite mobilne aplikacije kako bi pratile aktualne trendove u pružanju financijskih usluga. Korištenje mobilnog bankarstva najpopularnije je među mlađim klijentima banaka, dok se starija populacija većinom odlučuje na odlaženje u fizičke poslovnice radi korištenja bankarskih usluga. Kunac (2011) smatra da iako sve više klijenata koristi mobilne aplikacije za pristup bankarskim uslugama fizičke poslovnice neće nestati. Razlog je što kompleksnost

nekih bankarskih proizvoda zahtijeva interakciju klijenta s bankarskim službenikom. Primjerice, odobravanje kredita u većim iznosima, kasnije promjene uvjeta kreditiranja, nemogućnost otplate od strane klijenta i slično.

Mobilnim bankarstvom u RH uspješno se nude različite bankarske usluge i proizvodi. Prema podacima HNB-a najveća banka u Hrvatskoj prema imovini koju posjeduje, Zagrebačka banka d.d. Putem svoje mobilne aplikacije omogućuje: plaćanje računa, transfer novca, ugovaranje manjih kredita, ugovaranje polica osiguranja, davanje naloga za trgovanje na burzama i druge usluge. Mobilne aplikacije najdalje su otišle kada je riječ o ispunjavanju platnih naloga. Zagrebačka banka d.d. korisnicima svoje mobilne aplikacije daje mogućnost skeniranja QR koda na računu čime se automatski popunjava nalog za plaćanje podacima s računa što značajno ubrzava i pojednostavljuje proces plaćanja računa.

Mobilne aplikacije u budućnosti će imati sve veći značaj za bankarsko poslovanje iz razloga što sve veći broj klijenata preferira korištenje bankarskih usluga tim putem. Mobilne aplikacije predstavljaju jedan od glavnih alata kojima se tradicionalne banke suprotstavljaju novim igračima na tržištu financijske intermedijacije. Razvoj tehnologije i liberalizacija financijskih tržišta omogućava ulazak različitim nebankarskim financijskim intermedijatorima na područje banaka. Stoga implementacija mobilnih aplikacija omogućava tradicionalnim bankama koje posluju preko fizičkih poslovnica pružanje određenih usluga na modernim platformama čime mogu zadržati svoj dio tržišta.

### 2.3.3. Uloga blockchain tehnologije i kriptovaluta u financijama

Mnogi financijski analitičari i stručnjaci govore kako je pojava kriptovaluta i blockchain tehnologije možda i najveća inovacija na području financija posljednjih deset godina. Prva i najpopularnija kriptovaluta Bitcoin pojavila se simbolično tokom financijske krize 2008. godine. Kreator Bitcoina krije se pod pseudonimom Satoshi Nakamoto i još uvijek nije poznato je li to jedna osoba, više njih ili neka organizacija. U jeku financijske krize kada su mnogi izgubili povjerenje u postojeći financijski sustav Bitcoin kao decentralizirana valuta (koja nije pod nadzorom niti jedne središnje banke) prema nekim mišljenjima predstavljao je alternativu postojećem financijskom sustavu, koji je u to vrijeme zapao u probleme.

Antonopoulos (2010) kada definira tehnologiju na kojoj se zasniva Bitcoin ističe enkripciju i digitalni potpis koji osiguravaju sigurnost Bitcoin mreže. Bitcoinu mogu biti kupljeni, prodani ili promijenjeni za tradicionalne valute na za to specijaliziranim mjenjačnicama. Bitcoin kao

valuta savršena je za korištenje na Internetu zbog sigurnosti, brzine i dostupnosti u svim zemljama. Korisnik koji obavlja plaćanje ili transfer vrijednosti u Bitcoinu posjeduje „ključ“ kojim potvrđuje vlasništvo nad svojim sredstvima u Bitcoin mreži. Takvi „ključevi“ skladište se na digitalnim novčanicima koji se nalaze na računalima korisnika.

Pojava Bitcoina u javni prostor donijela je i tehnologiju na kojoj se ona zasniva, blockchain. Bashir (2017) kada govori o blockchain tehnologiji smatra da bi ona mogla promijeniti načine na koji trenutno funkcioniraju različite industrije i da sve veći broj velikih multinacionalnih kompanije istražuje mogućnosti implementacije ove tehnologije u svoje poslovanje. Blockchain tehnologija predstavlja decentralizirani distribuirani sustav koji se sastoji od dva ili više čvorova koji međusobno razmjenjuju poruke. Karakteristično za blockchain je to što je osiguran pomoću kriptografije i nadograđuje se odobravanjem svih čvorova. S poslovnog gledišta blockchain je platforma na kojoj sudionici mogu vršiti razmjenu bez odobrenja iz jednog sjedišta odnosno jedne centralne točke autoriteta.

Cai (2018) kao jednu od njenih specifičnosti ističe upravo nepostojanje centralne točke koja nadzire sve aktivnosti koje se provode u sustavu. Taj element povjerenja u neovisnost blockchaina je glavni razlog zbog kojeg se smatra da bi blockchain tehnologija u nekim područjima mogla eliminirati potrebu za financijskim intermedijatorima.

Kada se raspravlja o ulozi kriptovaluta (prvenstveno Bitcoina) u svijetu financija postoje brojna mišljenja o tome što on zaista predstavlja. Većina smatra Bitcoin valutom odnosno sredstvom plaćanja roba i usluga. No zbog njegove velike oscilacije vrijednosti i uvrštenja na brojne burze neki ga smatraju imovinom odnosno investicijskom klasom. Njegova volatilnost i sklonost velikom rastu, a isto tako i velikim padovima i korekcijama privlači brojne špekulante koji se nadaju zaraditi na promjeni njegove cijene. Jedna skupina ljudi i kripto entuzijasta smatra da pojava Bitcoina i blockchaina može stvoriti potpuno novi decentralizirani financijski sustav.

„Virtualne valute za sada imaju ograničenu funkciju kao sredstvo razmjene jer imaju vrlo nisku razinu prihvaćanja u javnosti. Uz to, velika volatilnost njihovog tečaja čini ih beskorisnim u smislu instrumenta za pohranu vrijednosti. Primjerice, Bitcoin je ponekad bilježio između 20 i 40% dnevnih fluktuacija vrijednosti, a niska razina prihvaćanja i visoka volatilnost čine ih neprikladnima za jedinicu obračuna“ (Dobrojević, Jagodić, 2018:149).

Razvoj kriptovaluta donio je mogućnosti alternativnog financiranja projekata i prikupljanja kapitala, no tržište kriptovaluta često je na meti kritika zbog brojnih prijevara od strane subjekata koji primjerice preko Initial Coin Offeringa (ICO-a) žele prikupiti novac za financiranje svojih poslovnih aktivnosti. ICO je Inicijalna javna ponuda tokena, tj. kriptovaluta, koja se temelji na prikupljanju sredstava od velikog broja malih individualnih investitora čime se u konačnici stvara značajan kapital. Žiković (2021) govori kako je pola ICO-a održanih 2017. doživjelo neuspjeh do veljače 2018. Mnogi Start-upovi pogotovo iz svijeta tehnologije okreću se ovom načinu alternativnog financiranja. Ovom vrstom financiranja kompanije svojim investitorima nude zaradu koju im distribuiraju putem tokena (jedinicama odabranih kriptovaluta).

Učestalost prevara na kripto tržištu i neregulacija izdavatelja tokena predstavlja izrazito rizično područje za male investitore. Kako ovo tržište sve više raste i kriptovalute postaju sve rasprostranjenija financijska imovina postaje sve jasnije da je ovo područje potrebno postepeno stavljati pod nadzor financijskih regulatora. Ustaljeni financijski sustav i s njim povezani subjekti čvrsto su regulirani i moraju zadovoljavati određene uvjete kako bi poslovali na financijskom tržištu. Povećanje regulative najvjerojatnije će odvratiti neke korisnike financijskih usluga od korištenja kriptovaluta i s njima povezanih tehnologija. No reguliranje ovog tržišta trebalo bi rezultirati manjim brojem prijevara i većim povjerenjem u cjelokupni sustav što bi u konačnici vodilo ka tome da se tržište kriptovaluta smatra legitimnim i pouzdanim dijelom financijskog sustava.

### **3. Metodologija rada**

Područje istraživanja fokusirano je na funkcioniranje financijskog sustava i subjekata koji djeluju na njemu. Tokom pisanja rada za prikupljanje znanstvenih informacija koristi se primarna znanstvena i stručna literatura, u najvećem broju knjige i udžbenici zatim stručni časopisi i doktorske disertacije. U radu se od znanstvenih metoda koriste metoda deskripcije i metoda kompilacije. Metodom deskripcije opisuju se pojmovi vezani uz subjekte financijske intermedijacije i financijskog sustava. Metodom kompilacije se uz korištenje rezultata znanstvenoistraživačkog rada iz tuđih izvora dodaju i komentari autora na ranije poznate spoznaje vezane uz područje istraživanja. U empirijskom djelu rada se korištenjem različitih izvora podataka grafički prikazuje zastupljenost tradicionalnih subjekata financijske intermedijacije. Isto tako grafički je prikazana i zastupljenost novonastalih trendova u financijskom sustavu.

## **4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja**

Sustav financijske intermedijacije sastoji se od velikog broja subjekata koji imaju različiti tržišni udio i samim time različiti utjecaj na funkcioniranje financijskog tržišta. U europskim zemljama karakteristični su bankocentrični financijski sustavi u kojima banke posjeduju najviše financijske imovine i samim time njihov značaj za financijski sustav je najveći. Značajni udio financijske imovine u bankocentričnim zemljama još je pod upravljanjem mirovinskih fondova i osiguravajućih društava. Osim ovih ustaljenih subjekata financijske intermedijacije u posljednjih nekoliko godina vidljiv je utjecaj novih sudionika na području financija, novonastali subjekti u svijetu financija koji svoju pojavu mogu zahvaliti razvoju novih tehnologija također jačaju svoj utjecaj na financijski sustav.

### **4.1. Tržišni udio i položaj osnovnih subjekata financijske intermedijacije**

„Najveći kupci dionica i obveznica poduzeća, a time i njihovi vlasnici i kreditori, danas su institucionalni, a ne individualni investitori. Pojedinci i obitelji sve manje sudjeluju na direktnom financijskom tržištu izravno kupujući vrijednosnice, a svoju štednju ulažu u institucionalne investitore. Time u razvijenim zemljama raste razina financijske intermedijacije, ali se istodobno bitno mijenja i vjerovnička i posebice vlasnička struktura poduzeća“ (Leko, Stojanović, 2018:208).

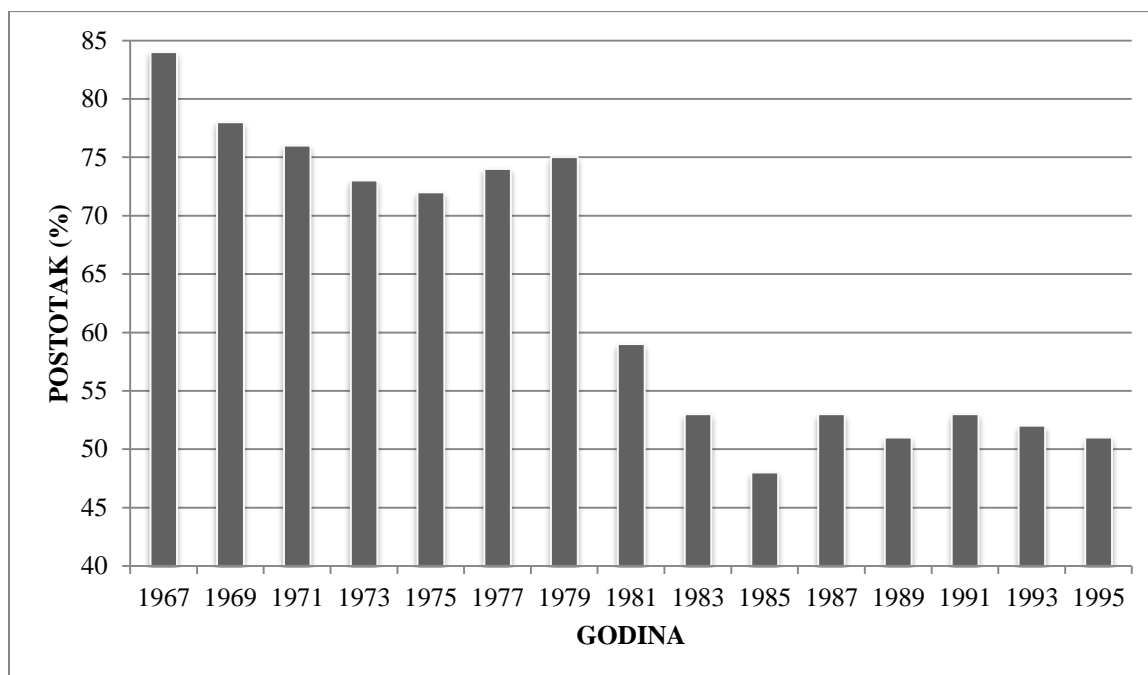
Subjekti financijske intermedijacije svoju moć na financijskom tržištu zahvaljuju sve većem okrupnjavanju vlasništva nad vrijednosnim papirima. Prednosti koje investiranje preko posrednika donosi individualnim investitorima motiviralo ih je da u vrijednosnice ulažu preko njih i smanje svoje direktno vlasništvo nad vrijednosnicama.

#### **4.1.1. Tržišni udio subjekata financijske intermedijacije u SAD-u**

Većinu financijske imovine danas drže institucionalni subjekti financijske intermedijacije. Saunders i Cornett (2006) govore kako je tijekom 1970-ih i 1980-ih došlo do pojave relativno nereguliranih subjekata na financijskim tržištima. To se prvenstveno odnosi na uzajamne investicijske, posredničke fondove koji su preuzimali sve veći broj vrijednosnih papira od individualnih investitora.

Taj trend prvo se pojavio u kapitalistički najnaprednijoj zemlji svijeta, SAD-u. Franklin i Santomero (1998) također govore o jačanju nebankarskih subjekata financijske intermedijacije 1970-ih i 1980-ih godina. Udio imovine pod upravljanjem banaka i

osiguravajućih društava se smanjuje, a paralelno s time jačaju investicijski i mirovinski fondovi.

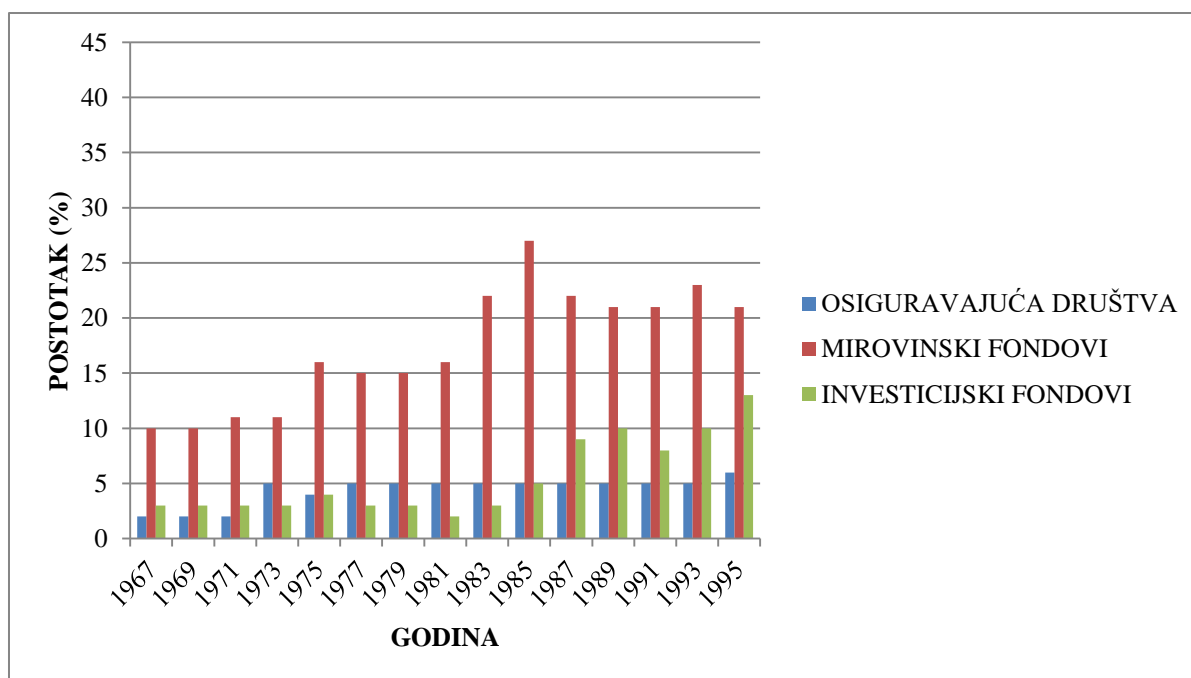


Grafikon 1: Postotak dionica u vlasništvu individualnih investitora u SAD-u, razdoblje 1967.-1995.

Izvor: izrada autora prema Franklin i Santomero, (1998:1469)

Grafikon 1 prikazuje postupno smanjenje individualnog vlasništva nad dionicama. Paralelno s tom pojavom dolazi do sve većeg jačanja institucionalnog vlasništva nad dionicama i ostalim vrijednosnim papirima. Subjekti financijske intermedijacije koji jačaju zahvaljujući tom trendu su prvenstveno nebankarske institucije, kao što su mirovinski fondovi i investicijski fondovi. Povećanje postotka dionica u vlasništvu institucionalnih investitora u SAD-u prikazano je grafikonom 2.

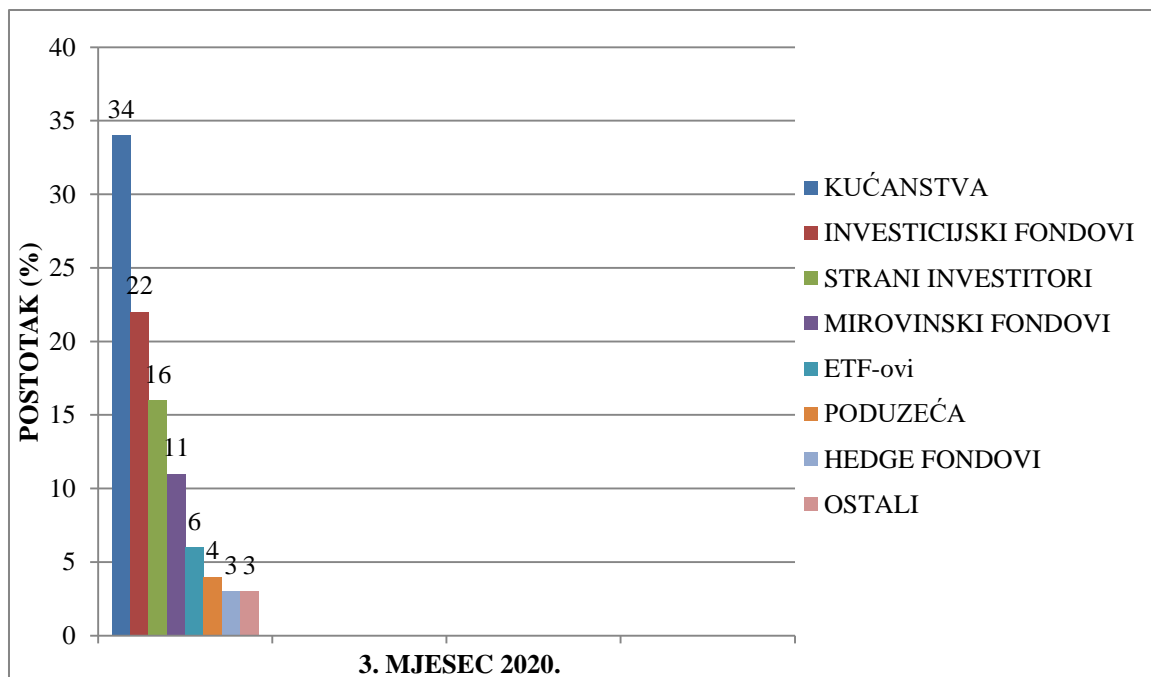




Grafikon 2: Postotak dionica u vlasništvu institucionalnih investitora u SAD-u, razdoblje 1967.-1995.

Izvor: izrada autora prema Franklin i Santomero (1998:1470)

Na grafikonu 2 prikazan je dugoročni trend rasta broja dionica u portfelju institucionalnih investitora. Promatranjem jednog i drugog grafikona vidljivo je kako u većoj ili manjoj mjeri trend pada broja dionica u vlasništvu individualnih investitora prati povećanje broja dionica u vlasništvu institucionalnih investitora. Iz tih trendova može se zaključiti kako je financijska intermedijacija postajala sve važnija za funkcioniranje tržišta kapitala i financijskog sustava općenito. Prošlogodišnja situacija raspodjele vlasništva nad dionicama između individualnih i institucionalnih investitora u SAD-u prikazana je grafikonom 3.

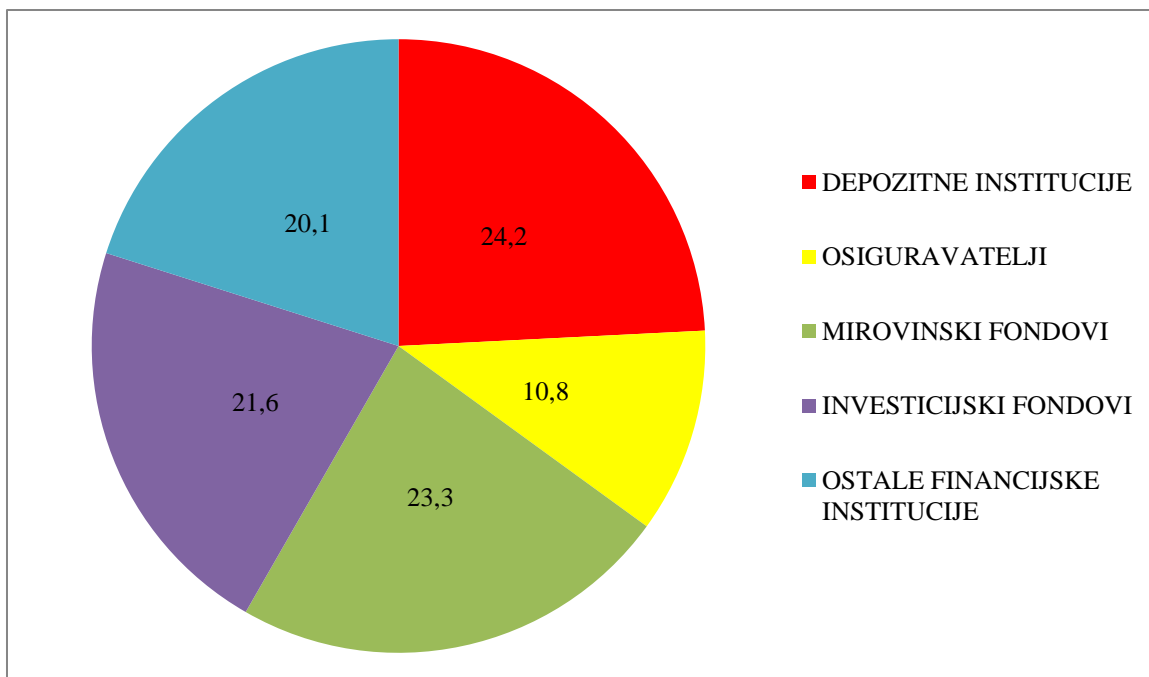


Grafikon 3: Postotak dionica u vlasništvu individualnih i institucionalnih investitora u SAD-u, 3. mjesec 2020.

Izvor: izrada autora prema Mackintosh (2020)

Kućanstva odnosno individualni investitori danas posjeduju nešto više od trećine dionica američkih kompanija. Na grafikonu 3 vidljivo je da oni pojedinačno drže najveći tržišni udio, koji je danas znatno manji nego što je bio 60-tih i 70-tih godina prošlog stoljeća (što je prikazano na grafikonu 1). Mackintosh (2020) ističe kako je individualno vlasništvo nad dionicama pretežito u rukama malog broja bogatih pojedinaca i da većina američkog stanovništva ne posjeduje dionice. Većina stanovništva na dioničkom tržištu sudjeluje zahvaljujući udjelima u imovini subjekata financijske intermedijacije, investicijskih i mirovinskih fondova.

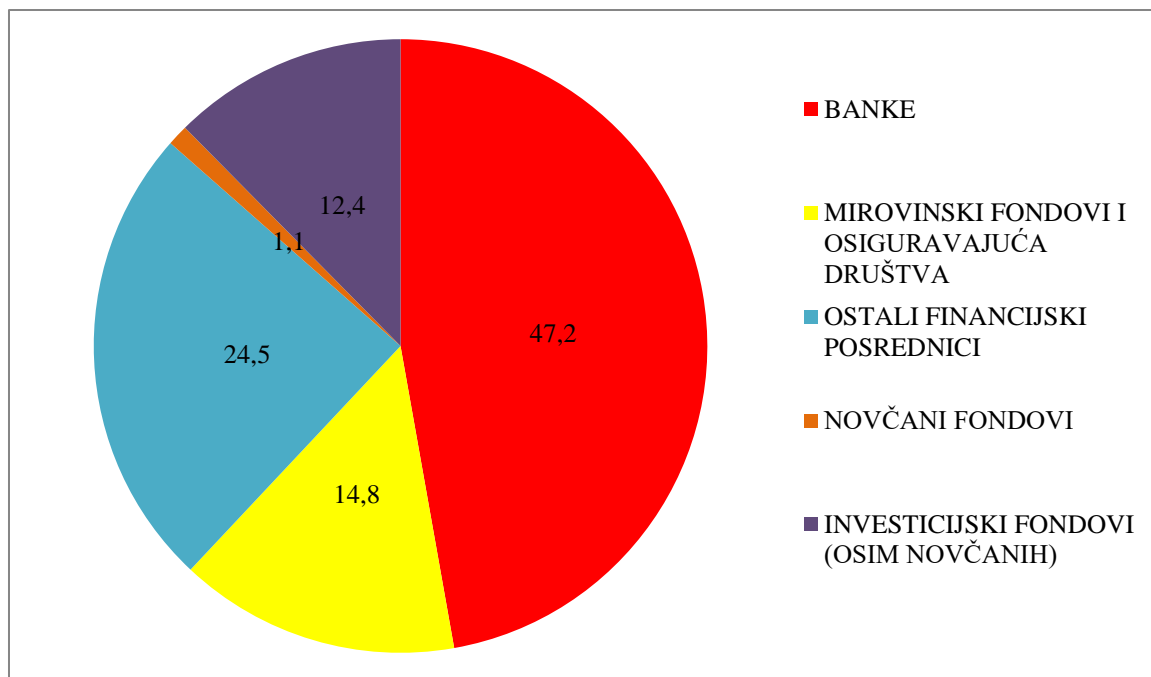
Financijsko tržište SAD-a iako po svojoj prirodi pripada tržišno orijentiranom financijskom sustavu, bankarske institucije zauzimaju značajan dio tržišta. Leko i Stojanović (2018) ističu kako se zadnjih dvadesetak godina mijenja struktura financijskih institucija u SAD-u. Smanjuje se značaj banaka i štedionica, općenito depozitnih institucija. Isto tako posljednjih dvadesetak godina opada i značaj osiguravatelja dok paralelno i dalje raste utjecaj mirovinskih i investicijskih fondova. Na grafikonu koji slijedi bit će prikazan značaj različitih financijskih institucija u SAD-u za 2016. godinu.



Grafikon 4: Postotak imovine pod upravljanjem različitih financijskih institucija u SAD-u, 2016.

Izvor: izrada autora prema Leko i Stojanović (2018:41)

Na grafikonu 4 prikazan je udio imovine u vlasništvu različitih financijskih institucija u SAD-u 2016. godine. Primjetno je kako depozitne institucije (uvjerljivo najviše banke), iako suočene s trendom slabljenja svog udjela, i dalje imaju najviše imovine u svom vlasništvu od svih institucija. No koncentracija moći u rukama banaka u SAD-u puno je manja od one u EU što će biti prikazano grafikonom 5.



Grafikon 5: Postotak imovine pod upravljanjem različitih financijskih institucija u EU, 2017.

Izvor: Dumičić i Ridzak (2019:14)

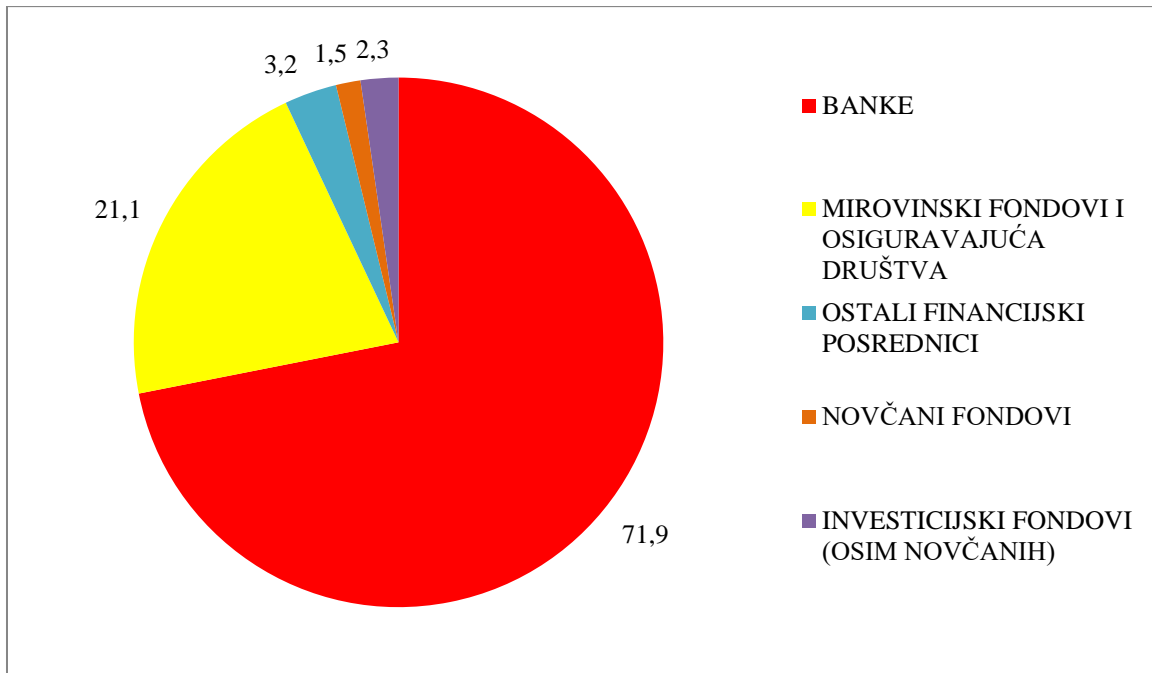
Analizom grafikona 4 i 5 (s podacima za SAD iz 2016. i podacima za EU iz 2017.) vidljiva je razlika između dva suprotna financijska sustava, tržišno orijentiranog i bankocentričnog. Ovaj potonji karakterističan je za europske zemlje, u EU banke same posjeduju gotovo pola imovine svih financijskih institucija. Ostali financijski posrednici drugi su po važnosti u EU. Dumičić i Ridzak (2019) među njih ubrajaju: lizing društva, faktoring društva i kreditne unije. Jedan od razloga jačanja tih subjekata financijske intermedijacije je pojačana regulativa bankarskog sektora.

#### 4.1.2. Tržišni udio subjekata financijske intermedijacije u RH

Kao što je već rečeno, hrvatski financijski sustav klasičan je primjer europskog bankocentričnog sustava, s tim da je značaj banaka još veći nego u nekim razvijenijim zapadnoeuropskim zemljama. Razlog tomu je još uvijek mala orijentiranost štediša prema drugim subjektima financijske intermedijacije i pretežito držanje viška sredstava u bankarskim depozitima.

Leko i Stojanović (2018) govore kako je u dugoročnom razdoblju vidljiv pad udjela imovine banaka u ukupnoj imovini financijskog sustava. Razlog zbog kojeg banke i dalje zadržavaju uvjerljivo najveći dio tržišta je što drugi oblici štednje i financiranja, kao i naprednije tehnike financiranja u RH imaju simbolično značenje ili se uopće ne koriste. Iz tog razloga većina

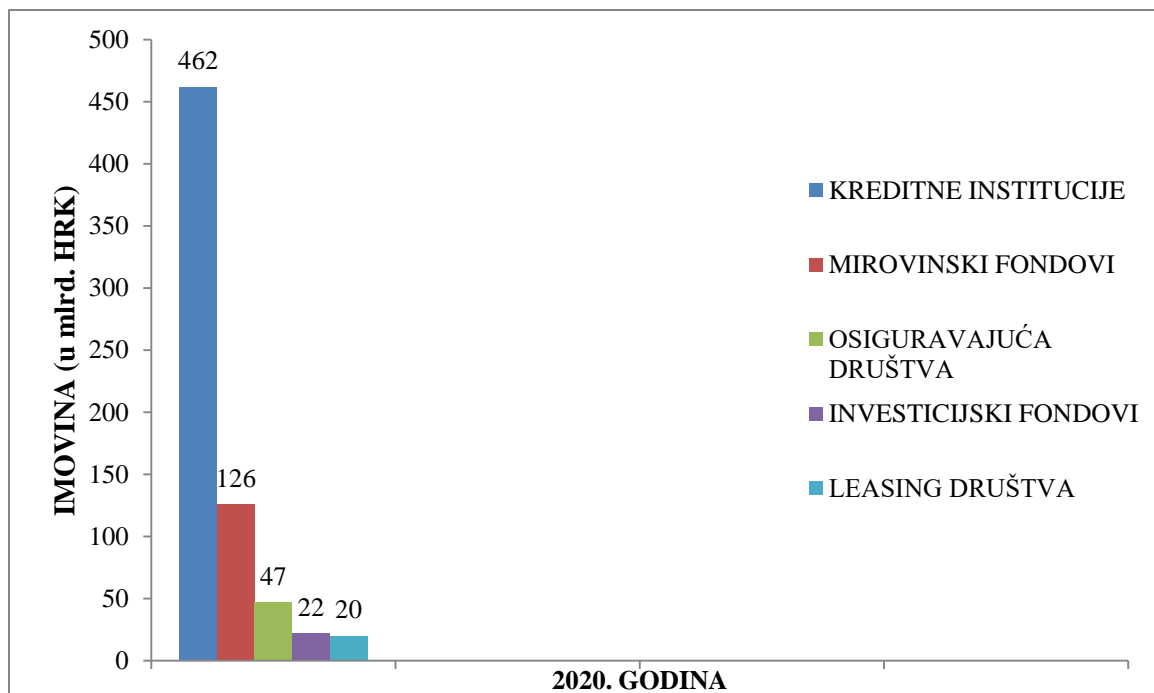
bankarskih konkurenata nema značajniju ulogu na tržištu. Dominantna pozicija banaka među financijskim institucijama u RH prikazana je na grafikonu koji slijedi.



Grafikon 6: Postotak imovine pod upravljanjem različitih financijskih institucija u RH, 2017.

Izvor: Dumičić i Ridzak (2019:14)

Na grafikonu 6 prikazan je udio subjekata financijske intermedijacije u RH. Vidljiva je još veća koncentracija imovine pod upravljanjem banaka nego što je to slučaj u EU. Osim banaka važne financijske institucije su mirovinski fondovi i osiguravajuća društva koji su 2017. držali 21,1% imovine unutar financijskog sustava RH. Na grafikonu u nastavku prikazana je imovina pod upravljanjem različitih financijskih institucija prema podacima za prošlu godinu.



Grafikon 7: Imovina pod upravljanjem različitih financijskih institucija u RH, 2020.

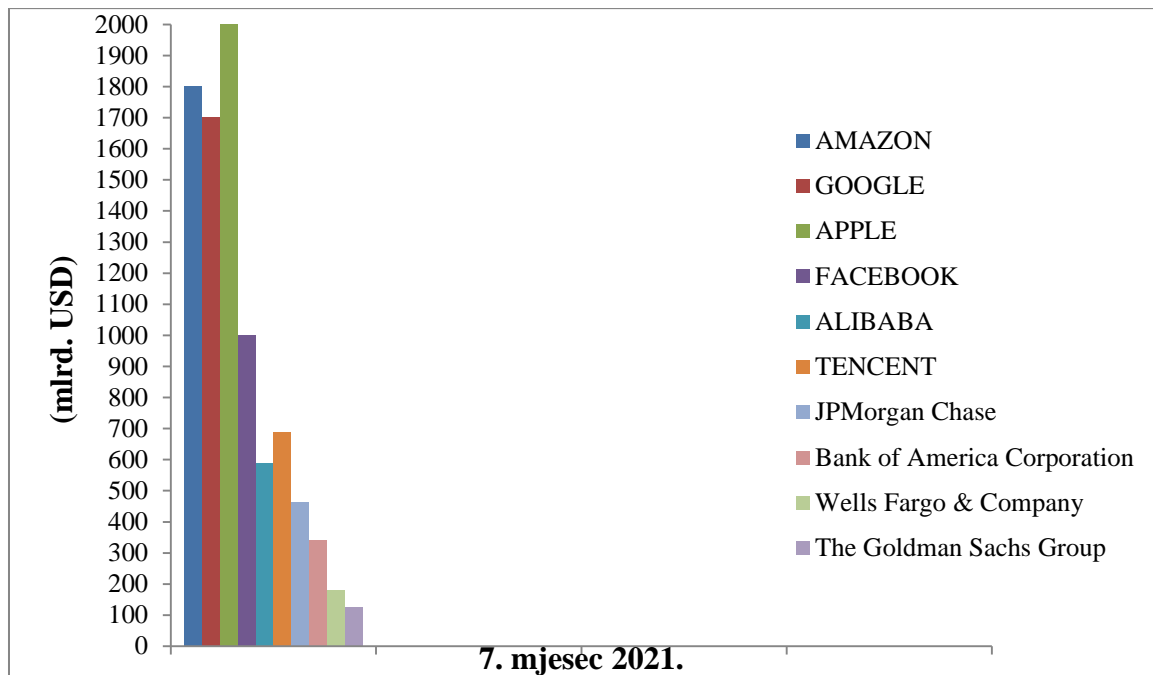
Izvor: izrada autora prema podacima HNB-a i HANFE

Na grafikonu 7 prikazana je imovina u vlasništvu najznačajnijih subjekata financijske intermedijacije u RH u 2020. godini. Kreditne institucije tradicionalno upravljaju s daleko najviše imovine u hrvatskom financijskom sustavu. Slijede ih mirovinski fondovi (u ovaj izračun su uključeni svi mirovinski fondovi koji posluju u RH) čija imovina iznosi oko 126 milijardi kuna i također se kao subjekti financijske intermedijacije odvajaju od ostalih institucija. Osiguravajuća društva (tu je ubrojena imovina društava koja se bave i životnim i neživotnim osiguranjima) raspolažu imovinom od približno 47 milijardi kuna. Investicijski fondovi (svi fondovi koji posluju u RH neovisno o pravnom obliku i imovini u koju ulažu) i leasing društva u RH još upravljaju nešto većom imovinom i imaju donekle važan utjecaj na hrvatski financijski sustav i pružanje financijskih usluga. Svi ostali ovdje nespomenuti subjekti financijske intermedijacije zauzimaju puno manji ili gotovo nikakav tržišni udio u financijskom sustavu RH.

#### 4.2. Jačanje novih subjekata u financijskoj intermedijaciji

Novonastali subjekti financijske intermedijacije sve su popularniji i imaju sve više klijenata. Tehnološke kompanije sve više jačaju i mijenjaju gotovo sve industrije među kojima i financije. Da Silva (2018) smatra da bi jačanje FinTech kompanija moglo imati izrazito velik utjecaj na financijski sustav i da bi one u budućnosti mogle nositi sistemski rizik za opstojnost

sustava. Povećanje njihove vrijednosti u odnosu na vrijednost financijskih ustanova prikazano je sljedećim grafikonom.



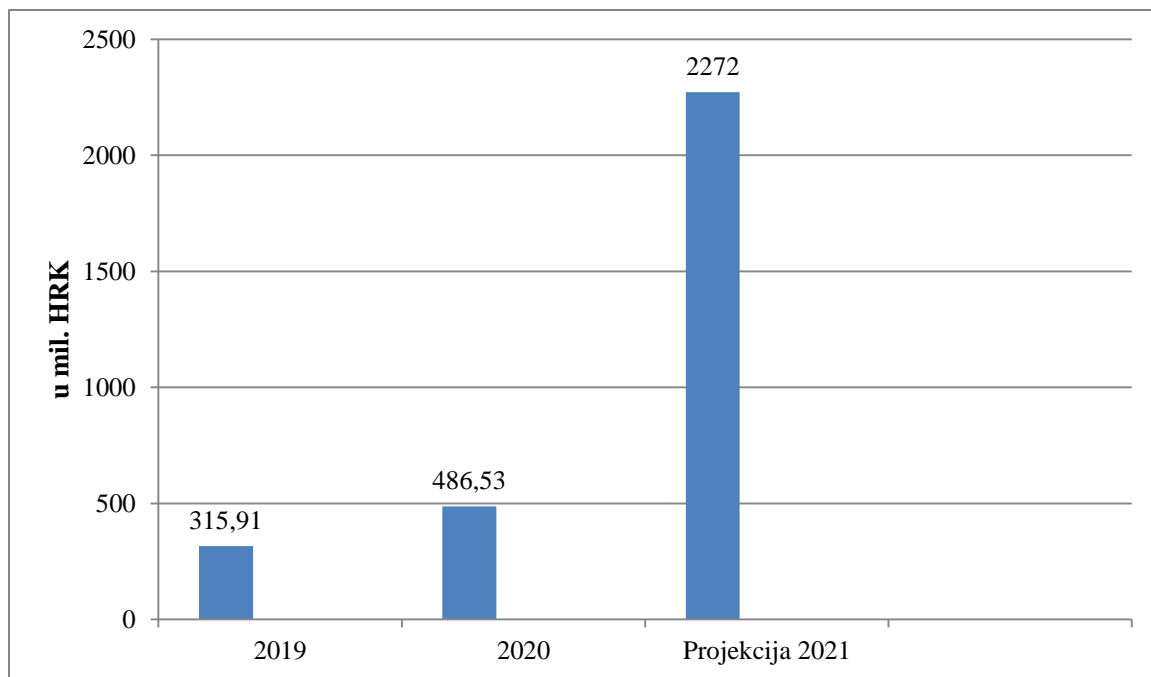
Grafikon 8: Tržišna kapitalizacija tehnoloških i financijskih kompanija, 7. mjesec 2021.

Izvor: izrada autora prema podacima Yahoo-a

Sve veća vrijednost tehnoloških kompanija koja višestruko premašuje vrijednost tradicionalnih financijskih institucija prikazana je grafikonom 8. Sve ove tehnološke kompanije prisutne su na financijskom tržištu putem svojih FinTech kompanija kao što su Apple Pay, Google Pay, Alipay i drugi.

Za pretpostaviti je da će u budućnosti značaj tehnoloških kompanija na financijskom tržištu biti sve veći. Globalna rasprostranjenost i posjedovanje velike količine podataka o klijentima i njihovim potrošačkim navikama omogućit će im još lakše i bolje pružanje financijskih usluga svojim klijentima.

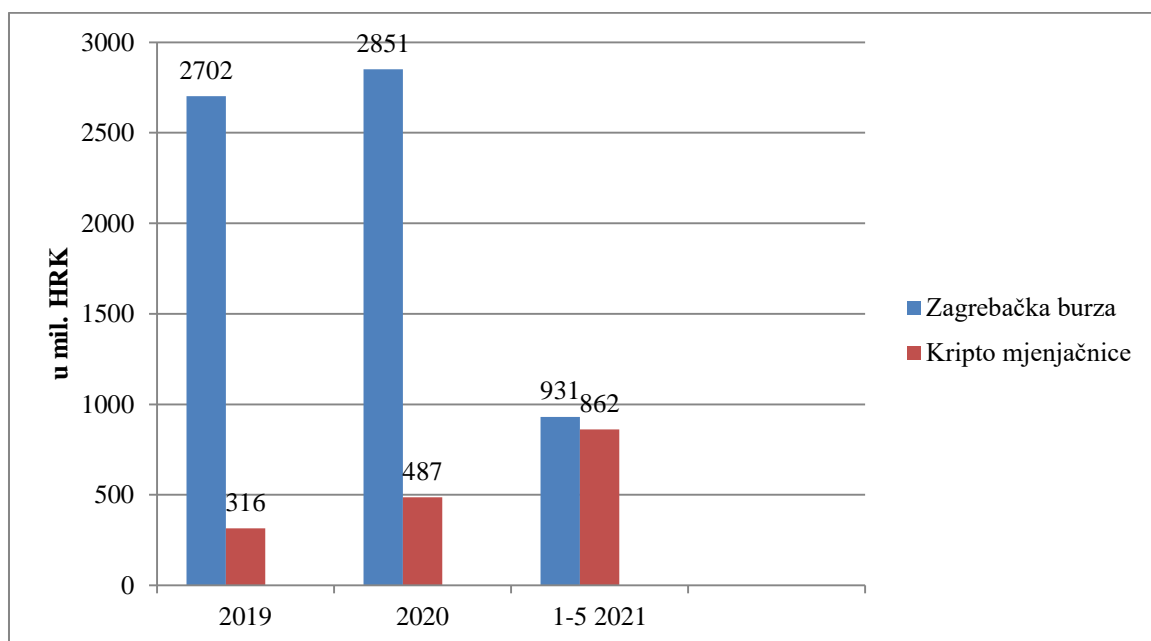
Kada je riječ o pojavi novih trendova u financijskoj intermedijaciji u RH definitivno treba izdvojiti kriptovalute ili kriptoimovinu. Globalni trendovi kao što su digitalni načini plaćanja korištenjem mobilnih aplikacija, sve veća popularnost subjekata kao što su institucije za elektronički novac nisu zaobišli ni RH te su i ovdje sve popularniji i zastupljeniji. No najveću pažnju privlače podaci vezani uz promet kriptovalutama. Sve veća popularnost kriptovaluta u RH prikazana je grafikonom u nastavku.



Grafikon 9: Kretanje prometa u kripto mjenjačnicama na području RH

Izvor: Žigman, (2021:26)

Grafikon prikazuje popriličan rast prometa u kripto mjenjačnicama u 2020. u odnosu na 2019. godinu. Prema projekcijama promet bi u tekućoj godini trebao porasti oko 5 puta što jasno pokazuje koliko je trgovanje kriptovalutama popularno u RH. Usporedba prometa kriptovalutama i prometa ostvarenog na Zagrebačkoj burzi prikazana je grafikonom 10.



Grafikon 10: Usporedba prometa na Zagrebačkoj burzi i kripto mjenjačnicama

Izvor: Žigman, (2021:26)



Kao što je već u radu spomenuto promet na Zagrebačkoj burzi smanjivao se od krize 2008. godine i orijentiranost hrvatskih investitora prema tržištima obveznica i dionica na niskim je razinama. Gubitak povjerenja hrvatskih investitora u klasične vrijednosne papire tržišta kapitala, za posljedicu je imao smanjenje investicijske aktivnosti i pretežno držanje viška novčanih sredstava na bankovnim računima. No kao što prikazuje grafikon 10 pojava kriptovaluta ili kryptoimovine oživjela je investicijsku aktivnost u RH i u prvih 5 mjeseci 2021. godine promet ostvaren posredstvom kripto mjenjačnica nešto je manji od prometa ostvarenog na ZSE.

Globalna popularnost jedne nove investicijske klase ili kako neki kažu ideje potpuno novog financijskog sustava ne zaobilazi ni RH. Postojeći financijski sustav ima svojih nedostataka. Pojavom kriptovaluta i koncepta decentraliziranih financija koje nemaju jednu kontrolnu točku (primjerice, sve banke a samim time i sve bankarske transakcije pod nadzorom su centralne banke, dok kod transakcija kriptovalutama ne postoji jedna točka ili jedno središte koje ima nadzor nad svim transakcijama). Kao što je prikazano na prethodna dva grafikona sve veći obujam trgovanja na kripto mjenjačnicama u RH nudi mogućnost poboljšanja trenutno loše investicijske aktivnosti u RH. Kriptovalute ili kryptoimovina iako se smatraju visoko rizičnom i špekulativnom imovinom sve su popularnije među hrvatskim investitorima. Na tragu te popularnosti može se očekivati njihova veća zainteresiranost za nešto rizičniju imovinu s potencijalno većim prinosom i napuštanjem koncepta pasivnog držanja viška sredstava na bankovnim računima.

## 5. Rasprava

Do pojave financijske intermedijacije došlo je u gotovo isto vrijeme kada su se novac (ili neko drugo općeprihvaćeno sredstvo razmjene) počeli koristiti za plaćanje i trgovinu. Povijesno, jedan od osnovnih razloga korištenja usluga financijskih intermedijatora bila je sigurnost. Prvi subjekti financijske intermedijacije (zlatari) smatrali su se sigurnim utočištem za fizičko zlato, a vlasnici zlata dobivali su papirnatu potvrdu o vlasništvu nad tim zlatom. S tim potvrdama vlasnici su dalje mogli vršiti plaćanje i obavljati razmjenu što je značilo bržu i jednostavniju trgovinu.

Upravo je pojednostavljenje cirkuliranja sredstava u trgovini i razmjeni kao i u cjelokupnom financijskom sustavu temeljna zadaća suvremenih subjekata financijske intermedijacije. Prvi subjekti financijske intermedijacije bile su banke, koje i danas u većini zemalja pružaju najviše financijskih usluga i čiji je utjecaj na financijski sustav zemalja najveći. Iako imaju najveću institucionalnu moć banke su se kroz povijest susretale s brojnim izazovima. Pojavljivanje novonastalih financijskih institucija specijaliziranih za pojedinu vrstu poslovanja oduzimalo je postepeno udio bankama u sveukupnom financijskom poslovanju. Struktura financijskih intermedijatora danas je poprilično razgranata. Osim banaka važniju ulogu imaju mirovinski fondovi i osiguravajuća društva, dok je u zemljama s razvijenim tržištem kapitala izraženija uloga investicijskih posrednika prvenstveno investicijskih posrednika.

Unatoč velikom broju subjekata financijske intermedijacije koji se bave pružanjem određenih specijaliziranih financijskih usluga uvjerljivo najveći značaj za funkcioniranje financijskog sustava imaju banke. Zahvaljujući globalizaciji financijskih tržišta i napretku tehnologije pojavljuje se više novih aktera koji u određenim područjima poslovanja predstavljaju konkurenciju dominantnim bankama. Banke se suočavaju sa sve većim nepovjerenjem građana odnosno korisnika financijskih usluga u postojećem bankarskom sustavu. Jedan od razloga tome je pojava financijskih kriza koje često potječu iz bankarskog sektora, a za posljedice imaju spašavanje banaka novcem poreznih obveznika ili njihovim propadanjem, što dalje pogoršava ionako narušeno povjerenje u bankarski sektor.

Nakon posljednje financijske krize 2008. godine intenziviralo se povećanje broja nebankarskih subjekata financijske intermedijacije. Internet i mobilne aplikacije koje pružaju različit spektar financijskih usluga sve su popularnije među korisnicima. FinTech industrija sve više jača zahvaljujući veličini i moći tehnoloških kompanija koje su već sada po svojoj

vrijednosti prestige velike bankarske institucije i u budućnosti će im vjerojatno biti sve veća konkurencija. Sve važniju ulogu na području financija imaju kriptovalute i s njima povezana blockchain tehnologija, a pojavile su se nakon urušavanja povjerenja u opstojnost bankarskog sustava 2008. godine.

U budućnosti se može očekivati sve veće intenziviranje promjena kada je riječ o subjektima financijske intermedijacije. Učestale kritike postojećeg financijskog sustava i sve veća popularnost mogućih alternativa kao što je koncept decentraliziranih financija koji se zasniva na kriptovalutama i blockchain tehnologiji imat će sve veću ulogu u svijetu financija. Važna promjena u poslovanju tradicionalnih financijskih intermedijatora je sve veća digitalizacija njihovih usluga i sve manji broj usluga za čije je obavljanje potrebno fizički dolaziti u njihove poslovnice. Za očekivati je kako budućnost financijskih usluga nosi sve veće korištenje različitih tehnologija i sve veći značaj novih subjekata na financijskom tržištu.

## 6. Zaključak

Pod pojmom financijskih intermedijatora podrazumijevaju se svi subjekti koji na financijskom tržištu omogućuju plasman sredstava od osoba ili institucija koje imaju višak sredstava prema osobama ili institucijama koje imaju manjak sredstava. Tradicionalne subjekte financijske intermedijacije moguće je podijeliti u tri osnovne skupine: depozitne institucije, institucije ugovorne štednje i investicijske posrednike. Depozitne institucije imaju najveći značaj za funkcioniranje financijskog sustava, u ovoj skupini kao i općenito u financijskom sustavu najznačajnije su banke. Institucije ugovorne štednje su osiguravajuća društva i mirovinski fondovi, oni zapaženiju ulogu imaju u bankocentričnim zemljama (gdje se ubraja većina europskih zemalja među kojima i RH). Investicijski posrednici subjekti su financijske intermedijacije koji imaju veći utjecaj na financijski sustav zemalja s razvijenim tržištem kapitala, primjerice SAD i UK, dok u zemljama EU i RH oni zauzimaju mali dio tržišta.

Kako sve industrije tako i financijsku industriju zahvaćaju novi trendovi. Zahvaljujući razvoju tehnologije i pojednostavljenju određenih regulatornih odredbi došlo je do pojave novih subjekata na prostoru financijske intermedijacije. Danas se klijenti mogu odlučiti za veći broj alternativnih kanala kada je riječ o financijskim uslugama, klasične financijske institucije više nemaju primat u pružanju financijskih usluga kao što je slanje novca ili plaćanje određenih računa. Novonastali trendovi kao što je korištenje mobilnog bankarstva, plaćanje mobitelom ili plaćanje korištenjem kriptovaluta sve je popularnije i u većoj ili manjoj mjeri omogućuje zaobilaznje tradicionalnih subjekata financijske intermedijacije, primjerice banaka.

Novonastali trendovi na području financijske intermedijacije sve su popularniji i predstavljaju alternativu postojećem financijskom sustavu. U budućnosti će biti zanimljivo pratiti kako će tradicionalni subjekti financijske intermedijacije odgovoriti na sve veću ugrozu njihovom poslovanju koja dolazi od velikih tehnoloških kompanija koje su svojim ulaskom u svijet financija stvorile jednu potpuno novu industriju, popularno zvanu FinTech. Također, biti će zanimljivo promatrati kako će se razvijati potencijalno alternativni financijski sustav temeljen na decentraliziranim financijama i blockchain tehnologiji.

## LITERATURA

1. Antonopoulos, A., M. (2010). Ovladavanje Bitcoinima. O'Reilly Media, Inc., 1005 Gravenstein Highway North, Sebastopol, CA 95472.
2. Batinić, I. (2010). Štedne banke. Zagreb: Financijski klub.
3. Babić-Hodović, V. i Arslanagić-Kalajdžić, M. (2019). Kako novi oblici bankarstva djeluju na vezu između percipirane korisnosti i stavova prema mobilnom bankarstvu. *International journal of multidisciplinary in business and science, Vol. 5 No. 7, 2019.*
4. Bashir, I. (2017). Ovladavanje blockchainom. Birmingham UK. Packt Publishing Ltd.
5. Borozan, Đ. (2012). Makroekonomija. Osijek: Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku. Grafika d.o.o.
6. Bračun, S. i Turkalj, K. (2020). Utjecaj Fin-Tech kompanija na digitalnu transformaciju bankarstva u Republici Hrvatskoj. *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E : znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo, Vol. 10 No. 2, 2020.*
7. Bria, H.,F. (2014). Sedam milijardi banaka: Kako će personalizirano bankarsko iskustvo spasiti industriju. Cambio Publishing.
8. Cai, C. (2018). Ugroza financijskih intermedijara od strane FinTech-a: pogled na crowdfunding i blockchain. *Accounting & Finance 58 (2018) 965–992. Charles Sturt University Melbourne Study Group Centre, Melbourne, VIC, Australia.*
9. Ćurak, M. (2004). Financijsko posredništvo osiguravajućih društava. Izvorni znanstveni rad.
10. Da Silva, P., A., L. (2018). Fintech u tržištima u razvoju: blagoslov ili prokletstvo?. *Panel remarks at CV Meeting of Central Bank Governors of CEMLA - Asuncion, Paraguay, 5 June 2018.*
11. Dobrović, G. i Jagodić, D. (2018). Banke – specifikum financijske intermedijacije. *Zbornik Veleučilišta u Rijeci, Vol. 6 (2018), No. 1, pp. 143-154*
12. Dumičić, M. i Ridzak, T. (2019). Skrivaju li se banke u sjeni i u Hrvatskoj?. *Privredna kretanja i ekonomska politika, Vol. 27 No. 2 (143), 2019.*
13. Farhi, E. i Tirole, J. (2017). Bankarstvo u sjeni i 4 stupa financijske intermedijacije. *The National Bureau of Economic Research. Massachusetts*
14. Ferguson, N. (2009). Uspon novca. Zagreb: Naklada Ljevak d.o.o.
15. Franklin, A. i Santomero, M., A. (1998). Teorija financijske intermedijacije. *Journal of Banking & Finance 21 (1998) 1461-1485.*

16. Frost, J., Gambacorta, L., Huang, Y., Shin, H. i Zbinden, P. (2019). BigTech i promjena strukture financijske intermedijacije. *BIS Working Papers No 779. Monetary and Economic Department.*
17. Greenbaum, S.,I., Thakor, V.,A., i Boot, W.,A. (2016). Suvremena financijska intermedijacija. Massachusetts: Academic Press.
18. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), <https://www.hanfa.hr/>
19. Hrvatska narodna banka (HNB), <https://www.hnb.hr/>
20. Kunac, J. (2011). Novi modeli bankarske komunikacije. *Informatologia, Vol. 44 No. 4, 2011.*
21. Leko, V, i Stojanović, A. (2018). Financijske institucije i tržišta. Zagreb: Sveučilište u Zagrebu Ekonomski fakultet.
22. Lee, I. i Shin, Y. (2017). FinTech: Ecosystem, poslovni model, investicijske odluke i izazovi. *Kelley school of business Indiana University.*
23. Lešić. Z. i Gregurek, M. (2013). Financijske institucije i tržišta. Zaprješić: Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adam Krčelić“ Zaprješić.
24. Mackintosh, P. (2020). Tko se ubraja među male investitore?. Dostupno na: <https://www.nasdaq.com/articles/who-counts-as-a-retail-investor-2020-12-17> [pristupljeno 19. srpnja 2021.].
25. Miskhin, F., S. i Eakins, S., G. (2005). Financijska tržišta i institucije. Zagreb: MATE d.o.o.
26. Olgić Draženović, B. (2012). Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske. Rijeka: Sveučilište u Rijeci Ekonomski fakultet.
27. Olgić Draženović, B., Kusanović T. i Jurić, Z. (2015). Značaj institucionalnih investitora u evoluciji financijskih sustava. *Praktični menadžment, Vol. VI, br. 1, str. 165-173*
28. Rose, S., P. i Hudgins, C., S. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: Mate.
29. Sajter, D. (2017). Osnove upravljanja rizicima u financijskim institucijama. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku. Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku.
30. Saunders, A., i Cornett, M., M. (2006). Financijska tržišta i institucije. Zagreb: MASMEDIA d.o.o.
31. Žigman, A. (2020). FinTech u Hrvatskoj s pogledom na Europu. Zagreb: HANFA.

32. Žigman, A. (2021). Regulacija i financijske inovacije u službi korisnika i tržišta: mogućnosti i rizici. Zagreb: HANFA.
33. Žiković, S. (2021). Inicijalna ponuda kriptovaluta (ICO): rizici vs prilike?. Rijeka: Sveučilište u Rijeci. Ekonomski fakultet.

## POPIS ILUSTRACIJA

|  |    |
|--|----|
| Slika 1. Tok sredstava kroz financijski sustav .....   | 3  |
| Tablica 1. Neke od funkcija financijskih posrednika .....  | 5  |
| Grafikon 1: Postotak dionica u vlasništvu individualnih investitora u SAD-u, razdoblje 1967.-1995. ....              | 39 |
| Grafikon 2: Postotak dionica u vlasništvu institucionalnih investitora u SAD-u, razdoblje 1967.-1995. ....           | 40 |
| Grafikon 3: Postotak dionica u vlasništvu individualnih i institucionalnih investitora u SAD-u, 3. mjesec 2020. .... | 41 |
| Grafikon 4: Postotak imovine pod upravljanjem različitih financijskih institucija u SAD-u, 2016. ....                | 42 |
| Grafikon 5: Postotak imovine pod upravljanjem različitih financijskih institucija u EU, 2017. ....                   | 43 |
| Grafikon 6: Postotak imovine pod upravljanjem različitih financijskih institucija u RH, 2017. ....                   | 44 |
| Grafikon 7: Imovina pod upravljanjem različitih financijskih institucija u RH, 2020. ....                            | 45 |
| Grafikon 8: Tržišna kapitalizacija tehnoloških i financijskih kompanija, 7. mjesec 2021. ....                        | 46 |
| Grafikon 9: Kretanje prometa u kripto mjenjačnicama na području RH .....   | 47 |
| Grafikon 10: Usporedba prometa na Zagrebačkoj burzi i kripto mjenjačnicama .....                                     | 47 |