

# ULOGA FINANCIJSKIH POSREDNIKA U FINANCIJSKOM SUSTAVU REPUBLIKE HRVATSKE

---

Lucić, Katarina

Master's thesis / Diplomski rad

2022

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:665985>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-09**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Diplomski studij (Financijski menadžment)

Katarina Lucić

**ULOGA FINANCIJSKIH POSREDNIKA U FINANCIJSKOM  
SUSTAVU REPUBLIKE HRVATSKE**

Diplomski rad

Osijek, 2022.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Diplomski studij (Financijski menadžment)

Katarina Lucić

**ULOGA FINANCIJSKIH POSREDNIKA U FINANCIJSKOM  
SUSTAVU REPUBLIKE HRVATSKE**

Diplomski rad

**Kolegij: Financijsko posredništvo**

JMBAG: 0010223045

e-mail: [klucic1@efos.hr](mailto:klucic1@efos.hr)

Mentor: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov

Komentor: dr. sc. Ana Zrnić

Osijek, 2022.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics in Osijek  
Graduate Study (Financial management)


Katarina Lucić

**THE ROLE OF FINANCIAL INTERMEDIARIES IN THE  
FINANCIAL SYSTEM OF THE REPUBLIC OF CROATIA**

Graduate paper

Osijek, 2022.

**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 poštovanje 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:** Katarina Lucić

**JMBAG:** 0010223045

**OIB:** 72470301458

**e-mail za kontakt:** [klucic1@efos.hr](mailto:klucic1@efos.hr)

**Naziv studija:** Sveučilišni diplomski studij; smjer: Financijski menadžment

**Naslov rada:** Uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske

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

U Osijeku, 2022. godine

Potpis Katarina Lucić

## **Uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske**

### **SAŽETAK**

Financijski posrednici jedna su od glavnih sastavnica financijskog sustava, a svojim aktivnostima na financijskom tržištu prikupljaju sredstva od širokog kruga individualnih ulagača koji nemaju veliko investicijsko značenje. Međutim, grupiranjem tih sredstava kreiraju veliki investicijski potencijal koji ulažu u razne oblike financijskih instrumenata. Zbog velikog broja sudionika u tom procesu, izrazito je važan nadzor poslovanja financijskih posrednika kako bi se pravovremeno upozorilo na eventualna odstupanja od propisa i nepravilnosti u radu u svrhu sprječavanje potencijalnih gubitaka financijskih sredstava. Krovne institucije zadužene za ovaj posao u Republici Hrvatskoj su Hrvatska narodna banka i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Iako su najpoznatiji financijski posrednici banke, ne treba podcijeniti ni ostale oblike financijskih posrednika poput društava za osiguranje, mirovinskih i investicijskih fondova čija uloga na financijskom tržištu jača. U radu se istražuje uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske s naglaskom na njihovu ulogu kao institucionalnih investitora. Analizira se struktura, imovina i investicijske strategije financijskih posrednika u razdoblju od 2016. do 2019. godine i načini na koji doprinose razvoju financijskog tržišta i financijskog sustava u cjelini. Istraživanje je pokazalo kako se struktura financijskih posrednika tijekom promatranih godina mijenjala te kako su društva za osiguranje, UCITS fondovi, a posebice mirovinski fondovi ostvarili zavidan položaj u financijskom sustavu na osnovu racionalnih investicijskih odluka.

**Ključne riječi:** financijski posrednici, struktura financijskih posrednika, institucionalni investitori, ulaganja

# **The role of financial intermediaries in the financial system of the Republic of Croatia**

## **ABSTRACT**

Financial intermediaries are one of the main components of the financial system, and their activities in the financial market raise funds from a wide range of individual investors who do not have much investment value. However, by grouping these funds, they create great investment potential by investing in various forms of financial instruments. Due to the substantial number of participants in this process, it is extremely important to monitor the operations of financial intermediaries to warn off deviations from the regulations and irregularities in the work to prevent potential losses of funds. The major institutions in charge of this work in the Republic of Croatia are the Croatian National Bank and the Croatian Financial Services Supervisory Agency. Although the most well-known financial intermediaries are banks, other forms of financial intermediaries such as insurance companies, pension and investment funds, whose role in the financial market is getting stronger, should not be underestimated. The paper investigates the role of financial intermediaries in the financial system of the Republic of Croatia with an emphasis on their role as institutional investors. The structure, assets and investment strategies of financial intermediaries in the period from 2016 to 2019 and the ways in which they contribute to the development of the financial market and the financial system as a whole are analyzed. The research showed that the structure of financial intermediaries has changed during the observed years and that insurance companies, UCITS funds, and especially pension funds have achieved an enviable position in the financial system based on rational investment decisions.

**Key words:** financial intermediaries, structure of financial intermediaries, institutional investors, investments

# Sadržaj

<b>1. Uvod.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja.....</b>	<b>3</b>
<b>2.1. Pojam i obilježja financijskih posrednika .....</b>	<b>3</b>
<b>2.2. Vrste financijskih posrednika .....</b>	<b>4</b>
2.2.1. Depozitne institucije.....	4
2.2.2. Institucije ugovorne štednje .....	6
2.2.3. Investicijski posrednici.....	9
2.2.4. Ostali financijski posrednici .....	12
<b>2.3. Uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu.....</b>	<b>13</b>
<b>2.4. Institucije zadužene za nadzor financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj....</b>	<b>15</b>
2.4.1. Hrvatska narodna banka .....	16
2.4.2. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga .....	16
<b>3. Metodologija rada.....</b>	<b>18</b>
<b>4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja.....</b>	<b>19</b>
<b>4.1. Kretanje broja odabranih financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj.....</b>	<b>19</b>
<b>4.2. Imovina odabranih financijskih posrednika .....</b>	<b>21</b>
4.2.1. Imovina banaka .....	21
4.2.2. Imovina društava za osiguranje.....	22
4.2.3. Imovina mirovinskih fondova.....	23
4.2.4. Imovina UCITS fondova .....	24
<b>4.3. Struktura ulaganja odabranih financijskih posrednika .....</b>	<b>25</b>
4.3.1. Ulaganja banaka .....	25
4.3.2. Ulaganja društava za osiguranje .....	27
4.3.3. Ulaganja mirovinskih fondova.....	28
4.3.4. Ulaganja UCITS fondova .....	30
<b>5. Rasprava.....</b>	<b>33</b>
<b>6. Zaključak.....</b>	<b>35</b>
<b>Literatura .....</b>	<b>36</b>



<b>Popis tablica.....</b>	<b>39</b>
<b>Popis grafikona.....</b>	<b>40</b>

## 1. Uvod

Financijski posrednici od posebne su važnosti za funkcioniranje financijskog sustava i zaslužni su za njegovu egzistenciju i razvoj. Putem posredovanja, preusmjeravaju sredstava tako što pronalaze i povezuju subjekte koji imaju višak sredstava s onim subjektima kojima je potrebno financiranje čime zadovoljavaju potražnju za sredstvima. Motiv za sudjelovanje u ovom lancu posredovanja je taj što svi sudionici ostvaruju određene koristi.

Pored banaka, koje su tradicionalno najznačajnije financijske institucije, postoji niz ostalih institucija čija je uloga na financijskom tržištu postala prilično važna. Institucije ugovorne štednje i investicijski posrednici u posljednje vrijeme ističu se svojim intenzivnijim ulaganjima na financijskom tržištu. Prilikom ulaganja sredstava na financijskom tržištu, financijski posrednici posluju s raznim financijskim instrumentima koji nose različite rizike te upravljaju istima kako bi realizirali što veće prinose za ulagače. Shodno tome, poslovni rezultati financijskih posrednika prelijevaju se na širu javnost što sugerira na njihov snažan utjecaj. S obzirom da njihovo poslovanje obuhvaća relativno veliki broj ljudi i poslovnih subjekata, uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu od iznimne je važnosti. Slijedom toga, svrha rada je istražiti ulogu financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske s naglaskom na one posrednike koji svojim aktivnostima na financijskom tržištu poprimaju odlike institucionalnih investitora.

Ovim radom obuhvaćene su najvažnije skupine financijskih posrednika koji imaju znatnu ulogu na financijskim tržištima i svojim radom omogućavaju stabilnost financijskog sustava. U okviru toga, dan je pregled strukture financijskih posrednika i njihovih ulaganja u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2016. do 2019. godine.

Cilj rada je pojasniti važnost i ulogu financijskih posrednika kao glavnih sastavnica financijskog sustava. Pored toga, cilj rada je uvidjeti u koje oblike imovine financijski posrednici preferiraju ulagati te jesu li se njihove ulagačke strategije tijekom vremena mijenjale. Naposljetku, radom se želi uvidjeti jesu li ulaganja financijskih posrednika povezana s veličinom njihove imovine, odnosno jesu li financijski posrednici s najvećom imovinom najznačajniji institucionalni investitori.

Struktura rada sastoji se od šest glavnih poglavlja. Prvo poglavlje odnosi se na uvod u kojem se navodi svrha istraživanja, opisuju ciljevi i struktura rada. Druga cjelina obuhvaća teorijsku osnovu u kojoj se opisuju pojam i obilježja financijskih posrednika, te njihova uloga u financijskom sustavu Republike Hrvatske. Nadalje, obrađuju se vrste financijskih posrednika i tumači se njihov zakonski okvir. Treće poglavlje odnosi se na metodologiju rada u kojoj su navedene i opisane korištene metode u radu. U okviru ovog poglavlja, opisano je vrijeme i područje istraživanja. Četvrto poglavlje obuhvaća analizu uloge financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske gdje se navode i tumače rezultati istraživanja. U sklopu ove cjeline, utvrđene su ulagačke strategije financijskih posrednika i njihova uloga u financijskom sustavu kao institucionalnih investitora. U petom poglavlju slijedi rasprava gdje su prezentirani rezultati istraživanja. Posljednje, šesto, poglavlje odnosi se na zaključak koji obuhvaća osvrt na cjelokupan rad.

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

Kako bi se shvatila uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu, najprije je važno znati značenje i temeljne funkcije istih. Prema tome, nastavak rada namijenjen je definiranju pojma financijskog posrednika u okviru kojega su navedene vrste financijskih posrednika i njihov koncept poslovanja na financijskom tržištu. S obzirom da je uloga financijskih posrednika fokus rada, nužno je pojasniti koje pogodnosti ulagači ostvaruju ulaganjem preko financijskih posrednika i na koji način financijski posrednici potpomažu u unaprjeđenju financijskog sustava.

### **2.1. Pojam i obilježja financijskih posrednika**

Financijske institucije, odnosno financijski posrednici čvrsta su podloga za djelovanje cjelokupnog financijskog, ali i gospodarskog sustava. Svrha njihovog postojanja je pronalazak i povezivanje suficitnih i deficitnih jedinica te prijenos sredstava između njih. Pri prijenosu sredstava, financijski posrednici trguju financijskim instrumentima. Spomenutu primarnu aktivnost izvršavaju putem kreiranja, proizvodnje i distribuiranja financijskih instrumenata. To rade tako da „kupuju direktna financijska potraživanja jednih karakteristika i pretvaraju ih u indirektna potraživanja drugih karakteristika“ (Leko, Stojanović, 2018: 2).

Orsag (2003) smatra da financijski posrednici zbog sposobnosti transformacije kvalitete financijskih sredstava koncentriraju štednju kojom poboljšavaju cjelokupan mehanizam financijskih tržišta. Grupiranjem sredstava štediša, financijski posrednici stvaraju veliki investicijski potencijal koji se zatim raspodjeljuje u sektore gospodarstva. Racionalnim trgovanjem financijskim instrumentima financijski posrednici mogu ostvariti značajne prinose, kako za vlastiti račun, tako i za sve ulagače.

Središnji i nezaobilazni posrednici na financijskom tržištu, tradicionalno, bile su banke. Međutim, u posljednje vrijeme svojim djelovanjem sve se više ističu institucije poput mirovinskih fondova, investicijskih fondova i društava za osiguranje. Uslijed tih promjena, financijski sustav postao je splet raznih financijskih institucija koji prometuju financijskim instrumentima i različitim oblicima financiranja. Iako su svi financijski posrednici povezani unutar financijskog sustava, pojedinačno jedni drugima predstavljaju konkurenciju na financijskom tržištu. Svojim poslovanjem pokušavaju privući što veći broj klijenata, odnosno ulagača pomoću kojih će generirati dobit koja će im

omogućiti nastavak poslovanja. Leko i Stojanović (2018) navode kako su banke na pojavu novih konkurenata odgovorile unutrašnjim restrukturiranjem, ulaskom u sve financijske poslove, sudjelovanjem na tržištu vrijednosnih papira i globalizacijom poslovanja. Ovo govori da tržišno natjecanje dovodi do unaprjeđenja poslovanja financijskih posrednika, što ide u prilog ulagačima. Navedeni teže ka poboljšanju svojih usluga i posljedično šire ponudu financijskih usluga.

## **2.2. Vrste financijskih posrednika**

Premda svi financijski posrednici, u pravilu, transferiraju sredstva od suficitarnih do deficitarnih jedinica, međusobno se razlikuju prema načinu na koji obavljaju funkciju posredovanja. Razlika je najprije primjetna u postupku prikupljanja sredstava. Neki od njih čine to u obliku depozita, dok drugi prodajom osiguranja ili uplatom udjela.

Mishkin i Eakins (2019) smatraju kako se glavni financijski posrednici mogu podijeliti u sljedeće kategorije:

1. depozitne institucije
2. institucije ugovorne štednje
3. investicijski posrednici.

Detaljnija pojašnjenja glavnih značajki pojedinih kategorija financijskih posrednika i njihove potkategorije slijede u nastavku rada.

### **2.2.1. Depozitne institucije**

Depozitne institucije prvenstveno se bave primanjem depozita od pojedinaca i odobravanjem kredita. Temelj njihovog poslovanja čine krediti, koje uzimaju od pojedinaca i institucija u obliku depozita, a zatim ta ista prikupljena financijska sredstva plasiraju drugima u obliku kredita. Kroz ovaj sustav, depozitne institucije ostvaruju ulogu financijskog posrednika, budući da se nalaze između onih koji imaju višak financijskih sredstava i onih kojih koji tragaju za sredstvima.

Ove institucije u Republici Hrvatskoj uključuju poslovne banke i štedne institucije kojima pripadaju stambene štedionice, štedne banke i kreditne unije. „Kao ključna razdjelnica banaka i drugih depozitnih financijskih institucija javlja se multiplikacija kredita koju mogu obavljati samo banke. U tom su smislu samo banke financijske institucije koje mogu kreirati dodatni novac kroz

multiplikaciju kredita, dok druge depozitne financijske institucije mogu poslovati isključivo s postojećim novcem koje su prikupile mehanizmima depozita i štednje“ (Orsag, 2003:32).

Neizostavna institucija među depozitnim institucijama je banka, dok još uvijek u sjeni banaka djeluju stambene štedionice, štedne banke i kreditne unije. Banke su ujedno i okosnica financijskog sustava. Dobrojević i Jagodić (2018) navode kako su banke postigle poseban položaj zbog raznovrsnosti usluga koje pružaju: omogućuju odvijanje platnog prometa, izvor su likvidnosti svim ostalim ekonomskim subjektima, pospješuju efikasnije alociranje štednje transformiranjem ročnosti, rizičnosti i veličine kapitala i kanal su mehanizma monetarnog prijenosa.

Nešto manji obujam usluga od banke može pružati štedna banka koja je prema Zakonu o kreditnim institucijama (NN 159/13, 19/15, 102/15, 15/18, 70/19, 47/20, 146/20) definirana kao kreditna institucija koja je dobila odobrenje za rad od Hrvatske narodne banke, a pored bankovnih usluga, može pružati i financijske usluge poput izdavanja garancija i jamstava, odobravanje kredita, trgovanje za svoj račun, iznajmljivanje sefova, posredovanje pri sklapanju poslova na novčanom tržištu i slično. Štedne banke, u pravilu, prikupljaju depozite malih štediša, no ta praksa s godinama je nestajala pa danas na području Republike Hrvatske ne posluje niti jedna štedna banka.

Pored banaka, za rješavanje stambenih pitanja zaslužne su i stambene štedionice koje odobravaju stambene kredite štedišama uz financijsku potporu države. Stambene štedionice prikupljaju depozite fizičkih i pravnih osoba i odobravaju kredite za opremanje, izgradnju, kupnju stambenog objekta ili građevinskog zemljišta, financijsku adaptaciju ili otplatu stambenog kredita uzetog kod druge kreditne institucije.

Posljednja institucija koja pripada depozitnim institucijama je kreditna unija čije je poslovanje ograničeno s obzirom na broj klijenata s kojim posluje, odnosno broj članova unije. Leko i Stojanović (2018) navode kako kreditnu uniju može osnovati najmanje trideset osoba koje imaju „zajedničko - uzajamni interes“ koji se zasniva na načelu zanimanja, zaposlenja, teritorijalnom načelu ili nekom drugom načelu, koji kao i prethodni, osigurava ostvarivanje zajedničkog interesa članova unije. „Takve se institucije također bave poslovima štednje i plasmanom prikupljenih sredstava, ali isključivo članovima tih unija. Ujedno su i uvjeti kreditiranja kod tih institucija često povoljniji nego kod drugih sličnih ustanova jer unija po definiciji obuhvaća klijente sličnih karakteristika“ (Gregurek, Vidaković, 2011: 552).

### 2.2.2. Institucije ugovorne štednje

U institucije ugovorne štednje ubrajaju se društva za osiguranje i mirovinski fondovi. Ove institucije osiguravaju priljev novčanih sredstava posebnim ugovorima o štednji koje ugovaraju sa svojim članovima. Navedene institucije značajni su institucionalni investitori i prikupljaju sredstva od šire javnosti koja potom ulažu u različite oblike financijskih instrumenata kako bi ostvarili dobit. Leko i Stojanović (2018) smatraju kako za razliku od depozitnih štednih institucija, institucije ugovorne štednje imaju osiguran stalni priljev uplata koji je predvidiv i dolazi najčešće u mjesečnim intervalima što im omogućava plasiranje sredstava dugoročno bez straha od nelikvidnosti.

Iako društva za osiguranje i mirovinski fondovi pripadaju institucijama ugovorne štednje, njihove glavne aktivnosti i načini poslovanja značajno se razlikuju.

„Osiguravajuća društva bave se preuzimanjem rizika u ime svojih klijenata u zamjenu za naknadu koja se naziva premija. Osiguravajuća društva ostvaruju dobit naplaćujući premije koje su dobrovoljne da se isplate očekivani zahtjevi za naknadu štete i ostvarila dobit“ (Mishkin, Eakins, 2019: 509). Pojednostavljeno, prilikom prodaje police osiguranja, društva za osiguranje obvezuju se zaštititi osiguranika od ugovorom predviđenog ekonomskog gubitka ili osigurati naknadu za nastalu štetu. Istovremeno, osiguranici se obvezuju uplaćivati premije osiguravajućim društvima prema ugovoru.

„Osiguranje stoga potiče gospodarsku aktivnost dajući osiguranicima pokriće rizika i povjerenje da bi investirali ili sudjelovali u poslovanju koje bi inače mogli smatrati previše rizičnim“ (Wyman, 2013: 10). Isplate od strane osiguravatelja pomažu osiguranicima da se oporave od raznih gubitaka, npr. gubitka imovine, zdravlja ili oštećenja opreme.

Prema tome, „osiguranje se može definirati i kao pravni odnos temeljen na ugovoru, a ubraja se u trgovačko – pravne poslove kojim se jedna osoba (osiguravatelj), uz naplatu određene cijene (premije osiguranja), obvezuje drugoj osobi (ugovaratelju osiguranja) da će određenoj osobi (osiguraniku) isplatiti naknadu (osigurninu) za štetu nastalu osobama ili stvarima, a koja je posljedica ugovorom predviđenih uzroka (osiguranih rizika)“ (Klasić, Andrižanić, 2007: 11).

Upaćenom premijom od osiguranika, osiguravajuća društva kreiraju novčane fondove iz kojih novčana sredstva stručno investiraju u različite oblike imovine. Od vraćenih investicija društva za osiguranje osiguravaju novčana sredstva kojima isplaćuju naknade onim osiguranicima koji pretrpe štetu. Naknade štete jedinstvena je za svaku vrstu osiguranja i ovisi o pojedinačnoj sklopljenoj polici osiguranja. „Ako osiguravajuća društva proizvodnim procesom transformacije sredstava uspješno osiguravaju klijentima adekvatnu uslugu osiguranja uz niske troškove te uspiju zaraditi visoki povrat na svoja ulaganja, onda ostvaruju dobit“ (Mishkin, Eakins, 2019: 521).

Grupiranjem sličnih ili istih rizika od kojih se pojedinci žele ograditi nastale su podjele osiguranja. Uobičajena osnovna podjela osiguranja je na životna i neživotna unutar kojih društva za osiguranje nude širok izbor usluga.

Vrste osiguranja unutar skupine životnih osiguranja dijele se na (Klasić, Andrijanić, 2007: 114):

- osiguranje života
- rentno osiguranje
- dodatna osiguranja uz životno osiguranje
- osiguranje za slučaj vjenčanja ili rođenja
- životna osiguranja kod kojih osiguranik na sebe preuzima investicijski rizik
- tontine
- osiguranje s kapitalizacijom isplate.

Vrste osiguranja unutar skupine neživotnih osiguranja dijele se na (Klasić, Andrijanić, 2007: 115):

- osiguranje od nezgode
- zdravstveno osiguranje
- osiguranje cestovnih vozila
- osiguranje tračnih vozila
- osiguranje zračnih letjelica
- osiguranje plovila
- osiguranje robe u prijevozu
- osiguranje od požara i elementarnih šteta
- ostala osiguranja imovine



- osiguranje od odgovornosti za upotrebu motornih vozila
- osiguranje od odgovornosti za upotrebu zračnih letjelica
- osiguranje od odgovornosti za upotrebu plovila
- ostala osiguranja od odgovornosti
- osiguranje kredita
- osiguranje jamstava
- osiguranje raznih financijskih gubitaka
- osiguranje troškova pravne zaštite
- putno osiguranje.

Druga grupa institucija koja pripada institucijama ugovorne štednje su mirovinski fondovi koji u posljednje vrijeme imaju sve veći utjecaj na financijskom tržištu i neizostavan su dio sustava socijalne sigurnosti. „Mirovinski fondovi novčana sredstva pribavljaju uplatama – doprinosima članova za njihova radnog vijeka, obećavajući im redovne mjesečne isplate tako uštedjenih sredstava zajedno s prinosima, poslije njihova odlaska u mirovinu“ (Leko, Stojanović, 2007: 214).

Glavna funkcija mirovinskih fondova je ulaganje prikupljenog novca kako bi se povećala vrijednost imovine s ciljem što većih isplata mirovina članovima fonda u budućnosti. Učinak koji se postiže mirovinskih fondovima je prvotno učinak štednje koji nastaje uplatama doprinosa, a zatim kapitalizacijom doprinosa nastaju ulaganja i naposljetku dolazi povrat kroz isplatu mirovine. Budući da su mirovine važno financijsko i socijalno pitanje, postoje mnoga zakonska ograničenja kako bi se poštovala načela i smanjio rizik ulaganja. U ovom slučaju, država uspostavlja poseban nadzor nad poslovanjem mirovinskih fondova zbog toga što se rezultati ulaganja prelijevaju na veliki broj osoba koje se nalaze u trećoj životnoj dobi i ostvaruju prava na mirovinu i na cijeli sustav socijalne sigurnosti.

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2022) u svojoj brošuri navodi kako se mirovinski sustav u Republici Hrvatskoj temelji na tri stupa u kojemu prvi i drugi stup predstavljaju obvezno mirovinsko osiguranje, a treći dobrovoljno mirovinsko osiguranje.

Prvi stup ujedno se naziva i stup generacijske solidarnosti što označava da svaka zaposlena osoba zakonski izdvaja 15 % od bruto plaće za mirovinsko osiguranje kako bi se iz istih mogle isplatiti mirovine. Osim što je obavezan, prvi stup je samo jedan i osiguranici nemaju pravo na izbor fonda.

Suprotno prvom stupu, osiguranici imaju pravo na izbor kategorije fonda u drugom stupu mirovinskog osiguranja i ovaj stup funkcionira na načelu individualne kapitalizirane štednje. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2022) navodi kako pojam „individualna“ označava da se radi o osobnoj imovini, dok „kapitalizirana“ znači da se prilikom uplaćivanja u odabrani obvezni mirovinski fond ostvaruje i neki prinos od tog ulaganja. Osiguranici su dužni 5 % od bruto plaće uplaćivati u odabranu kategoriju fonda u okviru drugog stupa mirovinskog osiguranja. Prema Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima (NN 9/14, 93/15, 64/18, 115/18, 58/20), obvezni mirovinski fond može biti mirovinski fond kategorije A, B, ili C, a razlikuju se prema strategijama ulaganja. Najveći rizik preuzimaju fondovi kategorije A, dok najmanji rizik preuzimaju fondovi kategorije C.

Konačno, treći mirovinski stup stvar je osobnog izbora osiguranika i podrazumijeva dobrovoljno ulaganje novčanih sredstava osiguranika kako bi u budućnosti ostvarili potencijalno veću imovinu. Prema Zakonu o dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 19/14, 29/18, 115/18) dobrovoljni mirovinski fondovi mogu biti otvoreni i zatvoreni. U otvorene dobrovoljne mirovinske fondove mogu se učlaniti sve fizičke osobe, dok se u zatvoreni fond mogu učlaniti fizičke osobe koje su zaposlene kod poslodavca ili su članovi sindikata, članovi udruge samostalnih djelatnosti ili samozaposlene osobe.

### 2.2.3. Investicijski posrednici

U najznačajnije investicijske posrednike ubrajaju se investicijski fondovi i investicijska društva koja su prema Jurić (2008) definirana kao društva kapitala koja osnivaju i upravljaju investicijskim fondovima uz prethodno odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga.

„Investicijski fondovi prikupljaju sredstva brojnih ulagatelja s ciljem zajedničkog ulaganja prikupljene imovine u različite vrijednosne papire – dionice, obveznice, trezorske zapise i dr.“ (Hrvatska gospodarska komora, 2022). Njihova glavna aktivnost je kupoprodaja investicija radi ostvarivanja dobiti koja se usmjerava prema ulagačima.

Stoga, investicijski fondovi značajni su institucionalni investitori, budući da najprije emitiraju vlastite vrijednosne papire u obliku udjela i na taj način prikupljaju novčana sredstva kako bi ih uložili u druge financijske instrumente. „Okрупnjavanjem usitnjene štednje stanovništva investicijski fondovi mogu na principu dobro diversificiranog portfolia stabilizirati prihode na

takva ulaganja i eliminirati rizike koji nisu povezani s kretanjem tržišta vrijednosnih papira“ (Orsag, 2003:34).

Značajka fondova je da ulagači, iako imaju vlasništvo nad udjelom u fondu, ne upravljaju uložnim sredstvima, nego to čine društva za upravljanje u skladu sa strategijama koje su određene u prospektima fondova. Ulagači moraju odlučiti samo u koju vrstu fonda žele ulagati, a nakon ulaska u fond ne donose nikakve pojedinačne investicijske odluke vezane za upravljanje imovinom.

Klačmar Čalopa i Cingula (2012) smatraju kako investicijski fondovi imaju potpunu dominaciju na financijskim tržištima te da su posebno atraktivni za individualne investitore koji sami nisu dovoljno stručni za trgovanje vrijednosnim papirima pa na ovaj način mogu ostvariti manje ili veće prinose.

Investicijske fondove moguće je klasificirati prema različitim kriterijima. Najprije, sa stajališta mogućnosti emitiranja udjela razlikuju se (Orsag, 2003: 34):

1. otvoreni
2. zatvoreni investicijski fondovi.

Glavno obilježje otvorenih investicijskih fondova je to što imaju promjenjivi broj udjela, odnosno kada investitori odluče uložiti novčana sredstva u fond, stvaraju se novi udjeli i povećava se veličina fonda. Stoga, ovakvi fondovi imaju neograničen broj udjela i investitori vrlo lako mogu ući u fond. Važno je naglasiti kako ne postoji granica do koje se fond povećava, nego je određena isključivo potražnjom investitora. Udjelima u otvorenim investicijskim fondovima, investitori ostvaruju pravo na dobit iz fonda, ali ne i prava vlasništva kao kod dionica. Jedna od prednosti otvorenih fondova je to što nude mogućnost otkupa udjela od investitora, što znači da investitori u bilo kojem trenutku mogu izaći iz fonda. Prilikom otkupa udjela od strane fonda, smanjuje se broj udjela, a samim time i veličina fonda.

Suprotno otvorenim investicijskim fondovima, zatvoreni fondovi imaju ograničeni broj udjela i jednom kada su udjeli u fondu prodani, ne postoji mogućnost primanja dodatnih novčanih ulaganja u fond, odnosno fond se zatvara. Samo osnivanjem potpuno novog fonda otvorila bi se mogućnost za dodatno ulaganje novčanih sredstava. Ovakva vrsta fondova ima pravnu osobnost i osniva se u obliku dioničkog društva, a dionicama (udjelima) trguje se na sekundarnom tržištu. „Prednost

zatvorenih fondova za menadžere je ta što investitori ne mogu povlačiti sredstva iz fonda. Jedini način na koji investitori mogu dobiti novac od svojih ulaganja je da prodaju svoj udio u fondu“ (Mishkin, Eakins, 2019: 488-489).

Iduću podjelu investicijskih fondova moguće je načiniti na:

1. otvorene investicijske fondove s javnom ponudom (UCITS)
2. alternativne investicijske fondove (AIF).

UCITS fondovi isključivo su otvoreni fondovi, dok alternativni investicijski fondovi mogu biti otvoreni ili zatvoreni, odnosno s ograničenim ili neograničenim brojem udjela. Za razliku od UCITS fondova, AIF fondovi mogu biti u obliku privatne ili javne ponude za ulaganje. Privatna ponuda odnosi se samo na određeni skupinu profesionalnih ulagatelja, dok su investicijski fondovi s javnom ponudom dostupni svim zainteresiranim ulagateljima.

Razlika između navedenih fondova je da su „UCITS fondovi namijenjeni širokom krugu ulagatelja, dok su AIF-ovi predviđeni uglavnom za ulagatelje s više iskustva i znanja u području ulaganja (tzv. profesionalne i kvalificirane ulagatelje)“ (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2022). AIF-ovi novčana sredstva ulagatelja investiraju u rizičnije vrijednosnice i izloženi su kompleksnijim rizicima za koje se smatra da nisu prihvatljivi prosječnim ulagateljima. Osim toga, AIF-ovi imaju širi raspon ulaganja u razne vrste imovine, primjerice nekretnine, robe ili poslovne udjele u koje UCITS fondovima nije dozvoljeno ulagati.

Klačmer Čalopa i Cingula (2012: 111) navode kako zavisno od ulaganja u pojedine vrste vrijednosnih papira, otvoreni investicijski fondovi se dijele na sljedeće:

1. dioničke fondove
2. obvezničke fondove
3. mješovite fondove
4. novčane fondove.

Investicijska strategija dioničkih fondova orijentirana je na ulaganje u dionice koje nose veći rizik, ali i potencijalno veći prinos u odnosu na ostale kategorije što je najčešće glavni motiv za ulaganje. Ulagачi u dioničke fondove skloni su riziku i važniji su im visoki prinosi nego sigurnost ulaganja, za razliku od ulagača u obvezničke fondove koji su konzervativniji i čiji su prinosi i rizici niži.

Kombinaciju navedenih, predstavljaju mješoviti fondovi koji prikupljena sredstva ulagača podjednako ulažu u dionice i obveznice. „Sukladno tome oni su prema rizičnosti odmah iza dioničkih fondova, tj. rizik ulaganja je umjeren, ali ove fondove obilježava nastojanje da potencijalne fluktuacije vrijednosti, zbog promjena u dioničkom dijelu imovine fonda, budu anulirane stabilnošću prinosa obvezničkog dijela imovine s obzirom da prinosi na obveznice nisu pretjerano promjenjivi“ (Domšić, 2019: 101). Posljednja kategorija, novčani fond, usmjerena je na kratkoročno investiranje, a samim time nosi najniži, ali ujedno i najsigurniji prinos.

Prije ulaganja u investicijske fondove, ulagači trebaju obratiti pozornost na visinu naknada i troškova koji se vežu uz pojedine vrste fondova. Zbog činjenice da se naknade ne naplaćuju direktno, brojni ulagači ne znaju da su naknade i troškovi oduzeti od dohotka prije nego što im je dohodak proslijeđen. Sve naknade definirane su u prospektima fondova, a uobičajene koje fondovi naplaćuju su:

- naknada za upravljanje
- ulazna naknada
- izlazna naknada.

#### 2.2.4. Ostali financijski posrednici

U ostale financijske posrednike ubrajaju se leasing društva i faktoring društva.

„Posao leasinga je pravni posao u kojem davatelj leasinga odobrava korištenje prethodno stečenog objekta primatelju leasinga kroz određeno vrijeme, a ovaj se obvezuje za to plaćati naknadu“ (Leko, Stojanović, 2018: 269). Putem leasing ugovora, korisnici leasinga ne moraju kupovati objekt leasinga, nego ga mogu koristiti uz naknadu koja se najčešće plaća mjesečno. Zakon o leasingu (NN 141/13) navodi da s obzirom na sadržaj i obilježja posla leasinga, leasing može biti financijski i operativni. Glavna razlika između financijskog i operativnog leasinga je ta što nakon isteka ugovora o financijskom leasingu, primatelj leasinga ima mogućnost kupnje objekta leasinga. Kod operativnog leasinga, primatelj leasinga nema opciju kupnje objekta, no ujedno i tijekom razdoblja u kojem koristi objekt ne snosi troškove i rizike koji su vezani uz objekt leasinga, što nije slučaj kod financijskog leasinga. Financijski leasing nalikuje uzimanju kredita, dok se operativni leasing može poistovjetiti s najmom.

„Factoring se može definirati kao ugovorni proces kojim poduzeća fakturiraju, odnosno prodaju svoja kratkoročna potraživanja za prodanu robu ili neku izvršenu uslugu. S druge strane postoji kupac potraživanja koji na sebe preuzima rizik oko daljnje naplate potraživanja“ (Klačmer Čalopa, Cingula, 2012:43). Za preuzimanje rizika kupac dobiva naknada, a tvrtke na ovaj način brzo dolaze do potrebnih novčanih sredstava ukoliko ne žele uzimati kredit.

### **2.3. Uloga financijskih posrednika u financijskom sustavu**

Financijski posrednici imaju višestruku ulogu u financijskom sustavu koja s godinama jača. Inicijalna uloga financijskih posrednika, osim u transferu novčanih sredstava je i u smanjivanju transakcijskih troškova i rješavanju implikacija asimetričnih informacija.

Mishkin i Eakins (2019) smatraju kako financijski posrednici mogu značajno smanjiti transakcijske troškove zbog toga što posjeduju stručno znanje o njihovom smanjivanju i zato što im njihovo poslovanje omogućava korištenje ekonomije obujma. Prednost se ogleda u tome što financijski posrednici putem ekonomije obujma mogu postići bolje cijene zbog uštede troškova na velikom broju transakcija koje obavljaju što je veoma privlačno ulagačima. Izravnim ulaganjem, bez posredovanja, ulagači nemaju mogućnost velike zarade zbog visokih minimalnih transakcijskih troškova i najčešće ograničenih sredstava ulaganja. Zbog ograničenih sredstava za ulaganje, ulagači nemaju široke mogućnosti stvaranja portfelja kojim bi smanjili svoju izloženost riziku, a dobro diverzificiran portfelj od vitalnog je značaja za svakog pojedinog ulagača.

Iz navedenog, proizlazi dodatna korist koja se ostvaruje posredovanjem, a to je diverzifikacija rizika. Olgić Draženović (2012) navodi kako su institucionalni investitori s obzirom na orijentiranost na rast kapitala u mogućnosti kupiti široko diverzificirani portfolio vrijednosnih papira čime se za njih i ulagače disperzira i reducira rizik. Pored toga, financijski posrednici ulažu u ekspertna znanja, imaju bolji pristup informacijama i raspolažu sa stručnim kadrom za razliku od pojedinačnih ulagača.

Druga važna uloga financijskih posrednika je u smanjivanju negativnih posljedica koje proizlaze iz asimetričnih informacija. Na financijskom tržištu, asimetrične informacije podrazumijevaju da jedan sudionik nerijetko zna više o drugom sudioniku, odnosno da jedan sudionik jako često nema dovoljno informacija o drugom sudioniku kako bi donio racionalnu odluku. Uz postojanje

asimetričnih informacija vezuju se dva problema: negativna selekcija i moralni hazard. Jedna od razlika između negativne selekcije i moralnog hazarda je vrijeme nastanka. Negativna selekcija nastaje zbog asimetričnih informacija prije transakcije, dok moralni hazard nastaje nakon obavljene transakcije.

Negativna selekcija može se opisati primjerom odobravanja kredit koja se događa „kada potencijalni zajmoprimci, za koje je najvjerojatnije da će prouzročiti nepoželjan ishod – visok kreditni rizik - jesu oni koji najaktivnije traže kredit te će stoga najvjerojatnije biti izabrani. Budući da je zbog negativne selekcije vjerojatnije da će zajmovi biti dani klijentima visokog kreditnog rizika, zajmodavci mogu odlučiti ne davati kredite iako na tržištu postoje i klijenti s niskim kreditnim rizikom“ (Miskin, Eakins, 2019: 25).

Na tržištu osiguranja, negativna selekcija može nastati kada osobe koje znaju da bi mogle imati zdravstvenih poteškoća u većoj mjeri sklapaju police osiguranja u odnosu na osobe koje misle da ne bi trebale imati problema sa zdravljem u budućnosti. Činjenica je da potencijalni osiguranici svoje zdravstveno stanje znaju bolje nego osiguravatelji. Sklapanjem polica osiguranja s rizičnim osiguranicima, povećavaju se isplate osigurnine u slučaju nastanka osiguranog događaja i društva za osiguranje primorana su povećavati cijene polica kako bi pokrila financijski gubitak. Uslijed povećanja premija koje su obvezni uplaćivati, klijenti koji uzimaju svoje zdravstveno stanje kao dobro, ne sklapaju police osiguranja zbog niskog rizika nastanka neželjenog događaja. Iz primjera je vidljivo kako su negativnom selekcijom pogođeni ne samo loši, nego i dobri klijenti.

Moralni hazard je situacija u kojoj osoba ne poduzima konkretne mjere da bi izbjegla rizik zato što je svjesna da će posljedice gubitka preuzeti netko drugi. U trenutku izloženosti riziku, osoba mijenja ponašanje i ne postupa jednako kao kada bi sama snosila rizik, a druga strana zbog postojanja ugovora dužna je preuzeti nastali gubitak. Na primjer, ukoliko dužnik posuđena sredstva od banke iskoristi u svrhu za koju kredit nije bio odobren. Ova pojava nije poželjna za banku zato što se time smanjuje vjerojatnost otplate kredita što zahtjeva od banke ulaganje dodatnih napora kako bi reducirala slične ili iste pojave.

Financijski posrednici analizom asimetričnih informacija nastoje suzbiti probleme negativne selekcije i moralnog hazarda. Kako bi smanjili implikacije navedenog, prikupljaju podatke i sve relevantne informacije o potencijalnim klijentima da bi analizom mogli utvrditi stupanj izloženosti

riziku. Na temelju stupnja izloženosti razlučuju visok rizik od niskog te određuju premije na police osiguranja ili kamatne stope na kredite čime umanjuju gubitke. Pored navedenih, financijski posrednici stručnom kontrolom korištenja sredstava ili zdravstvenog stanja pojedinih klijenata smanjuju mogućnost klijentima da se okoriste sudjelujući u aktivnostima koje povećavaju vjerojatnost nastanka štetnog događaja.

S protekom vremena, uloga financijskih posrednika dobivala je na važnosti, posebice kako su se otvarale nove mogućnosti ulaganja. Intenzivnijim ulaganjima na financijskom tržištu, financijski posrednici postali su veliki institucionalni investitori važni za stabilnost financijskog sustava. Prilikom ulaganja, financijski posrednici na raspolaganju imaju različite oblike financijskih instrumenata koji nose različite razine rizika. Prema tome „ulagatelji kroz svoje aktivnosti izloženi su različitim financijskim rizicima koji mogu znatno utjecati na profitabilnost investicija. Tu izloženost treba kvalitetno razumjeti i svoje ulaganje prilagoditi u cilju minimiziranja mogućih negativnih utjecaja kako bi se učinio maksimalni trud u smjeru kvalitetne investicije koja će tada vjerojatnije rezultirati zadovoljavajućim povratom“ (Domšić, 2019: 108).

Prema tome, kao nove uloge financijskih posrednika ističu se upravljanje rizikom i poslovanje s raznovrsnim i složenim financijskim instrumentima s ciljem maksimizacije prinosa.

#### **2.4. Institucije zadužene za nadzor financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj**

Vlastiti poslovi financijskim posrednicima mogu stvarati značajne prihode, ali ujedno im mogu predstavljati veliku opasnost ukoliko se putem njih izlože rizicima. Osim na prihode samih financijskih posrednika, izloženost rizicima i problemi vezani s njima mogu nepovoljno utjecati i na realni sektor. Zbog toga je kontrola poslovanja na financijskom tržištu iznimno važna.

U Republici Hrvatskoj adekvatnim je zakonskim okvirom podijeljena kontrola i nadzor poslovanja financijskih posrednika između više nadzornih tijela. Institucija zadužena za proaktivni nadzor depozitnih institucija je Hrvatska narodna banka, dok rad institucija ugovorne štednje i investicijskih posrednika nadgleda Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Obje institucije nadzor temelje na redovnoj kontroli kojom utvrđuju posluju li financijski posrednici u skladu s važećim zakonima i poduzimaju aktivnosti kako bi se eventualna odstupanja od propisa otklonila. Osim nadzora rada financijskih posrednika, mogu davati preporuke na koji način poboljšati poslovanje i stabilnost institucije, a svoja izvješća o radu podnose Hrvatskom saboru.



#### 2.4.1. Hrvatska narodna banka

Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci (NN 75/08, 54/13, 47/20) regulirani su zadaci, ciljevi, položaj i sva druga pitanja koja su neophodna za funkcioniranje i rad Hrvatske narodne banke kojima se nastoji osigurati stabilan bankarski sustav. Prema navedenom zakonu, Hrvatska narodna banka je središnja banka Republike Hrvatske koja je u svom radu samostalna i neovisna, a njezin temeljni cilj je održavanje stabilnosti cijena.

Osnovne funkcije (poslovi) Hrvatske narodne banke su (Leko, Stojanović, 2018: 70):

- utvrđivanje i vođenje novčane i devizne politike
- držanje i upravljanje međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske
- izdavanje novčanica i kovanog novca
- izdavanje dopusnica za rad i nadzor nad kreditnim institucijama, kreditnim unijama, institucijama za platni promet, institucijama za elektronički novac i platnim sustavima te poslovanje ovlaštenih mjenjača
- vođenje računa, platni promet i primanje u depozit sredstava kreditnih institucija
- ustrojavanje i unapređivanje platnog prometa
- financijski poslovi za državu
- podzakonska regulacija iz područja njezine nadležnosti.

#### 2.4.2. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

Položaj, ustrojstvo, ciljevi, načela, djelokrug i nadležnosti Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga regulirani su Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga s ciljem održivosti financijskog sustava, zaštite korisnika financijskih usluga i unaprjeđenja gospodarstva Republike Hrvatske.

„Temeljni su ciljevi HANFE promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora, a u ostvarivanju svojih ciljeva HANFA se rukovodi načelima transparentnosti, izgradnje povjerenja među sudionicima financijskih tržišta i izvješćivanja potrošača“ (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2022).

Temeljne funkcije i zadaci HANFE su (Leko, Stojanović, 2018: 374):

- donositi provedbene propise na temelju nadležnih zakona
- obavljati nadzor poslovanja subjekata nadzora utvrđenih u nadležnim zakonima
- izdavati i oduzimati dozvole, odobrenja, licencije i suglasnosti za koje je ovlašten
- poticati, organizirati i nadgledati mjere za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta
- voditi knjige, evidencije i registre u skladu sa svojim nadležnostima
- predlagati inicijative za donošenje zakona i drugih propisa te informirati javnost o načelima po kojima djeluju financijska tržišta
- donositi podzakonske akte radi propisivanja uvjeta, načina i postupaka za jedinstveno obavljanje nadzora unutar svog djelokruga i nadležnosti te poduzimati druge mjere i obavljati druge poslove u skladu sa zakonskim ovlaštenjima
- izvješćivati druga nadzorna, upravna i pravosudna tijela o svim pitanjima koja se neposredno ili posredno tiču njihove nadležnosti i djelokruga, povodom postupaka koji se vode pred tim tijelima, a u vezi su s postupcima iz djelokruga i nadležnosti HANFE
- davati mišljenja o provedbi i propisa iz njezine nadležnosti.

### **3. Metodologija rada**

U četvrtom dijelu rada načinjena je analiza financijskih posrednika, a predmet istraživanja je njihova uloga u financijskom sustavu Republike Hrvatske. Za analizu su odabrani sljedeći financijski posrednici: banke, društva za osiguranje, mirovinski fondovi i UCITS fondovi. Kako bi se došlo do valjanih rezultata i zbog dobivanja većeg raspona podataka, korišteno je vremensko razdoblje od 2016. do 2019. godine. Analiza je provedena najprije na temelju broja financijskih posrednika u četverogodišnjem razdoblju, a zatim je prikazano kretanje njihove ukupne imovine. Naposljetku, analizirana je struktura ulaganja promatranih financijskih posrednika kako bi se dobio uvid u to koji su financijski posrednici najveći ulagači na financijskom tržištu, odnosno institucionalni investitori i u koje oblike imovine preferiraju ulagati.

U teorijskom i istraživačkom dijelu rada te prilikom formuliranja rezultata korišteno je nekoliko znanstvenih metoda. Prilikom obrade teorijskih saznanja korištena je metoda deskripcije za opisivanje pojma, obilježja, uloge i regulatornog okvira financijskih posrednika u financijskom sustavu Republike Hrvatske. Uz nju, primijenjena je metoda klasifikacije prilikom podjele financijskih posrednika na podvrste. Metoda kompilacije u kombinaciji s prethodno navedenim metodama poslužila je prilikom argumentiranja pojedinih tvrdnji u radu. Nadalje, u istraživačkom dijelu rada, najprije je korištena statistička metoda kojom su pronađeni potrebni podaci za analizu i komparativna metoda koja je omogućila je usporedbu odabranih elemenata. Naposljetku, u oblikovanju zaključnih razmatranja korištena je induktivna metoda.

Svi prikupljeni podaci za analizu dolaze iz sekundarnih izvora koji su javno dostupni na internet stranicama Hrvatske narodne banke i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga.

## 4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja

Do sada obrađenim teorijskim dijelom rada pružena je osnova za shvaćanje pojma i načina poslovanja financijskih posrednika, pa je istraživački dio rada predviđen za analizu, odnosno njihovu ulogu kao institucionalnih investitora u financijskom sustavu Republike Hrvatske. Analizom su obuhvaćene banke, društva za osiguranje, mirovinski fondovi i UCITS fondovi, a razdoblje u kojem se provodi istraživanje je od 2016. do 2019. godine.

U idućim poglavljima načinjena je usporedba navedenih financijskih posrednika na osnovu tri elemenata. Prvi element usporedbe je broj promatranih financijskih posrednika u četverogodišnjem razdoblju, zatim je analizirano kretanje njihove ukupne imovine i struktura ulaganja. Fokus je stavljen na strukturu ulaganja u okviru koje su se promatrale investicijske strategije odabranih financijskih posrednika s ciljem utvrđivanja najznačajnijih institucionalnih investitora.

### 4.1. Kretanje broja odabranih financijskih posrednika u Republici Hrvatskoj

U ovom poglavlju slijedi prikaz broja banaka, društava za osiguranje, mirovinskih fondova i UCITS fondova i njihovih pojedinih kategorija (tablica 1).

Tablica 1: Broj odabranih financijskih posrednika u razdoblju od 2016. do 2019. godine

	2016.	2017.	2018.	2019.
<b>Banke</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>20</b>
<b>Društva za osiguranje</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>16</b>
Neživotno osiguranje	5	5	4	3
Životno osiguranje	8	7	6	5
Složeno osiguranje	8	8	8	8
<b>Mirovinski fondovi</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>40</b>
Obvezni mirovinski fondovi	12	12	12	12
Otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi	6	8	8	8
Zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi	18	19	21	20
<b>UCITS fondovi</b>	<b>88</b>	<b>92</b>	<b>93</b>	<b>96</b>

Novčani	19	21	20	1
Obveznički	15	16	19	39
Mješoviti	7	8	8	8
Dionički	25	25	22	22
Napajajući	0	0	2	2
Ostali	22	22	22	24

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske narodne banke i Hrvatske agencije za nadzor  
financijskih usluga

Promatrajući tablicu 1, vidljivo je kako je broj financijskih posrednika koji obavljaju djelatnost na području Republike Hrvatske oscilirao u četverogodišnjem razdoblju. U 2016. godini na području Republike Hrvatske poslovalo je 26 banaka. Broj banaka postepeno se smanjivao tijekom promatranog razdoblja, pa je u 2019. godini u Republici Hrvatskoj svoju djelatnost obavljalo 20 banaka.

Osim broja banaka, smanjio se i broj društava za osiguranje pa je u 2019. godini bilo njih 16, dok je na početku promatranog razdoblja poslovalo 20 društava. Među društvima za osiguranje u promatranom razdoblju prevladavaju društva koja nude složeno osiguranje i njihov broj se tijekom godina nije mijenjao. Za razliku od njih, u vremenu od 2016. do 2019. godine s radom su prestala tri društva koja su obavljala djelatnosti životnog osiguranja i dva koja su obavljala djelatnosti neživotnog osiguranja.

U istom vremenu, broj mirovinskih fondova povećao se s 36 na 40. Među mirovinskim fondovima, najviše je zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova kojih je u 2019. godini bilo 20. Slijedi ih 12 obveznih mirovinskih fondova i osam otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova koji su djelovali iste godine na području Republike Hrvatske.

Među analiziranim financijskim posrednicima najviše je bilo UCITS fondova čiji se broj od 2016. do 2019. godine povećao za 9,1 %. Najveća razlika vidljiva je kod novčanih fondova u 2019. godini kada je na području Republike Hrvatske poslovao samo jedan novčani investicijski fond za razliku od prethodnih godina kada ih je poslovalo 20-ak. Razlog ovome je primjena tzv. Uredbe o novčanim fondovima koja je donijela velike promjene u poslovanju novčanih fondova. Najveći dio novčanih fondova nastavilo je poslovanje u kategoriji obvezničkih fondova, dok je samo jedan

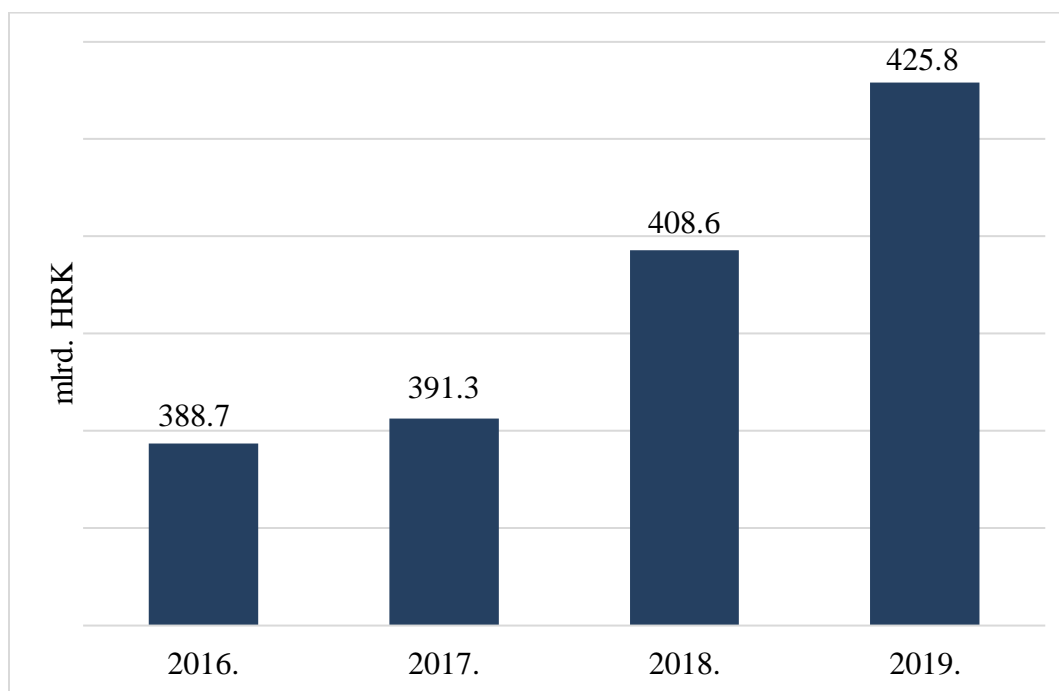
fond prilagodio poslovanje i nastavio poslovati u istoj kategoriji. Sukladno tome, u 2019. godini obvezničkih fondova je bilo najviše čiji se broj udvostručio u odnosu na 2018. godinu. Ostale kategorije UCITS fondova nisu bilježile značajna povećanja i smanjenja.

## 4.2. Imovina odabranih financijskih posrednika

Ovim dijelom rada obuhvaćena je ukupnu imovinu banaka, društava za osiguranje, mirovinskih fondova i UCITS fondova i njezino kretanje tijekom četiri godine. Imovina omogućuje poslovanje financijskih posrednika pa je stoga važna sastavnica iz koje financijski posrednici generiraju dobit.

### 4.2.1. Imovina banaka

U nastavku je grafikonom 1 prikazana ukupna imovina svih banaka koje su obavljale djelatnosti na području Republike Hrvatske u razdoblju od 2016. do 2019. godine.



Grafikon 1: Imovina banaka

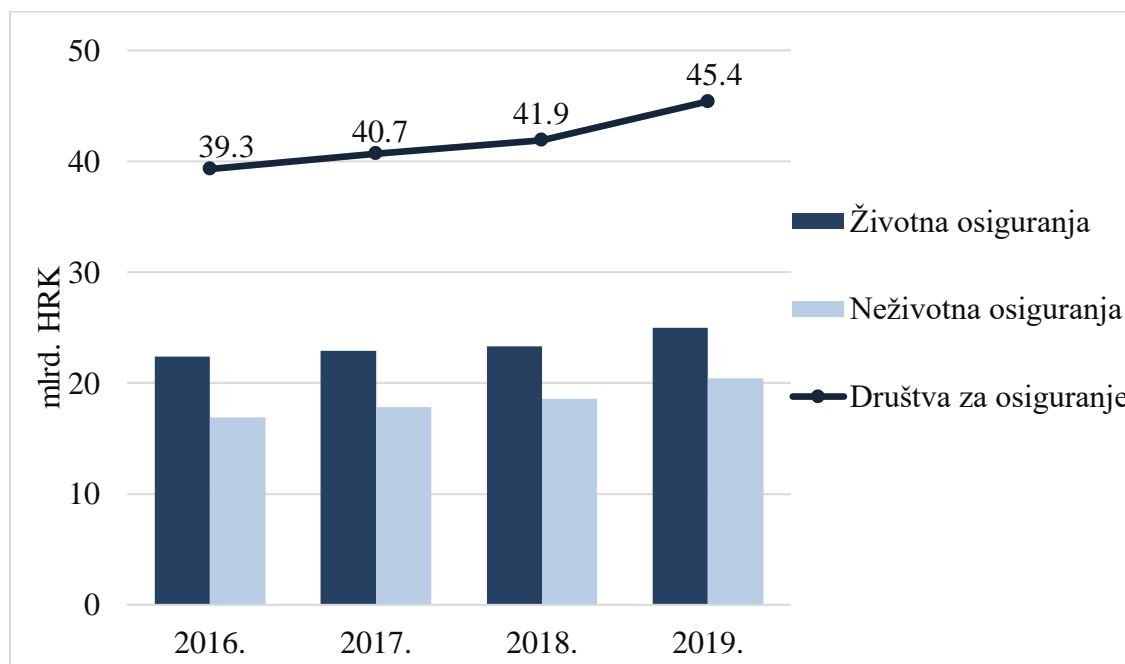
Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske narodne banke - Bonitetni podaci o poslovanju kreditnih institucija

Vrijednost ukupne imovine banaka u promatranom razdoblju konstantno se povećavala, odnosno ima rastući trend kretanja. U 2016. godini ukupna imovina banaka u Republici Hrvatskoj iznosila

je 388,7 milijardi kuna, dok je u 2019. godini porasla na 425,8 milijardi kuna što je povećanje od 9,5 % na četverogodišnjoj razini. Najveći razlog ovome je povećanje novčanih sredstava, novčanih potraživanja i ostalih depozita po viđenju u aktivi banaka.

#### 4.2.2. Imovina društava za osiguranje

U nastavku rada prikazana je ukupna imovina društava za osiguranje, a shodno tome i ukupna imovina životnih i neživotnih osiguranja (grafikon 2).



Grafikon 2: Imovina društava za osiguranje

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga – Agregirani izvještaj o financijskom položaju društava za osiguranje i društava za reosiguranje

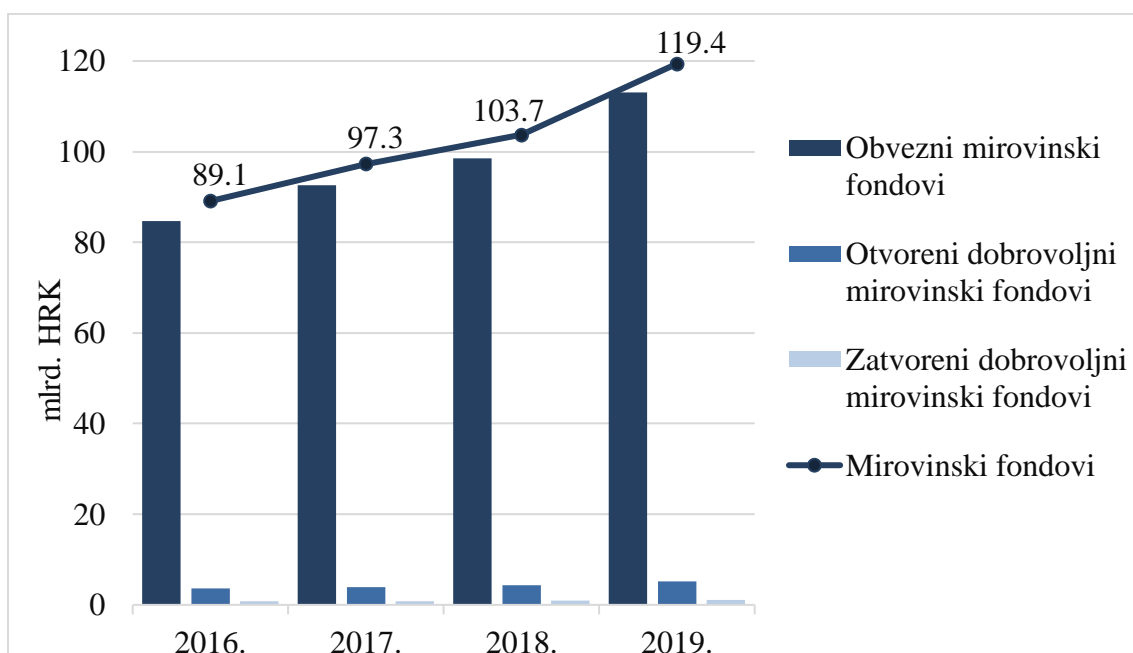
Na grafikonu 2 vidljivo je kako se ukupna imovina društava za osiguranje povećavala svake godine u analiziranom razdoblju. U 2016. godini ukupna imovina iznosila je 39,3 milijarde kuna, a u 2019. godini ostvarila je vrijednost od 45,5 milijardi kuna, odnosno povećala se za nešto više od 15 %.

U udjelu u ukupnoj imovini društava za osiguranje prevladava imovina životnih osiguranja. U prvoj promatranoj godini imovina životnih osiguranja činila je 56,8 % ukupne imovine društava za osiguranje što je u apsolutnom iznosu 22,4 milijarde kuna. Udio imovine neživotnih osiguranja u ukupnoj imovini društava za osiguranje u 2016. godini bio je 43,2 % što je razmjerno 16,9

milijardi kuna. U posljednjoj promatranoj godini imovina životnih osiguranja tvorila je 55,1 % ukupne imovine društava za osiguranje, a imovina im je porasla na nešto više od 25 milijardi kuna. Shodno tome, imovina neživotnih osiguranja u 2019. godini imala je vrijednost od 20,5 milijardi kuna, što znači da je njezin udio u ukupnoj imovini društava za osiguranje bio 44,9 %.

#### 4.2.3. Imovina mirovinskih fondova

U ovom dijelu rada prikazan je grafikon s kretanjima ukupne imovine svih mirovinskih fondova tijekom četiri godine (grafikon 3). Zajedno s tim, prikazano je i kretanje ukupne imovine prema pojedinim vrstama mirovinskih fondova.



Grafikon 3: Imovina mirovinskih fondova

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga - Neto imovina mirovinskih fondova i Mirex

Grafikon 3 ukazuje na to kako je i imovina mirovinskih fondova imala tendenciju rasta u analiziranom razdoblju. U prvoj analiziranoj godini imovina mirovinskih fondova bilježila je vrijednost od 89,1 milijardu kuna, a zatim u 2017. godini povećala se na 97,3 milijardi kuna. Tijekom 2018. godine imovina mirovinskih fondova imala je vrijednost u iznosu od 103,7 milijarde kuna, a u posljednjoj promatranoj godini imovina je dosegla vrijednost od 119,4 milijarde

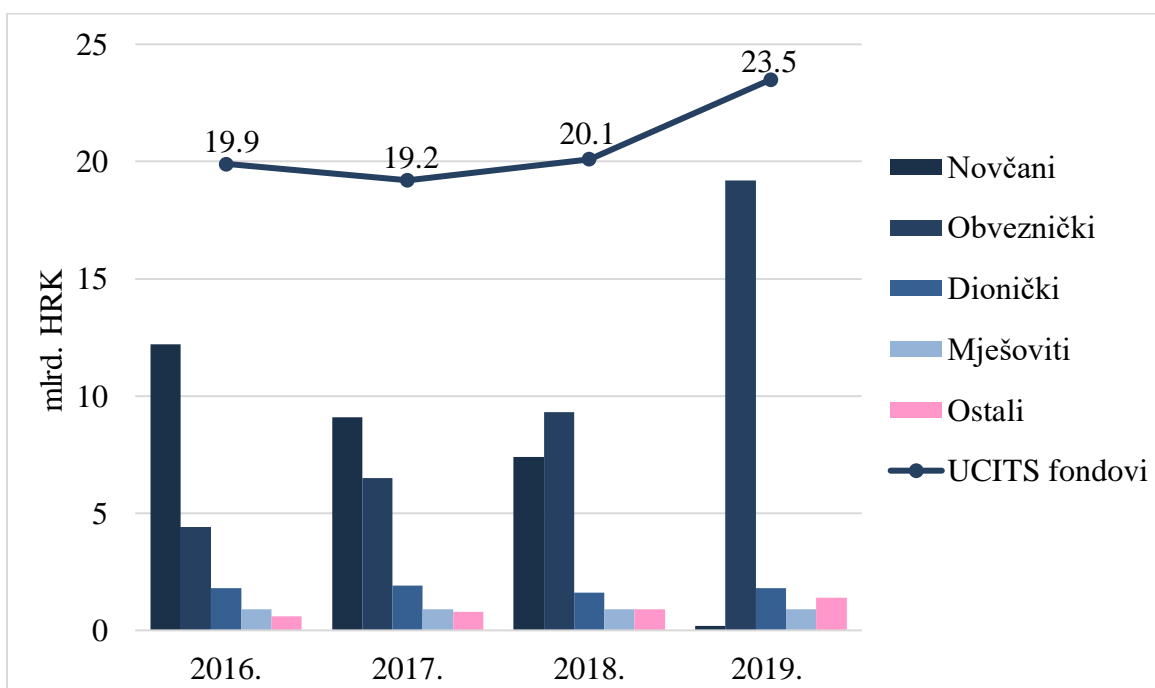


kuna. Ukupna imovina mirovinskih fondova povećala se u 2019. godini za 34 % u usporedbi s 2016. godinom.

Najznačajniji dio imovine mirovinskih fondova čine obvezni mirovinski fondovi. Njihov udio u ukupnoj imovini mirovinskih fondova u svim promatranim godinama je oko 95 %. Preostalih 5 % čine otvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi i zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi. Imovina obveznih mirovinskih fondova u 2016. godini bila je 84,7 milijardi kuna, a u 2019. godini 113,1 milijardu kuna. Najmanji udio u imovini mirovinskih fondova bilježe zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi. Njihova vrijednost na početku promatranog razdoblja bila je 0,8 milijardi kuna, a krajem razdoblja povećala se na 1,1 milijardu kuna što čini svega 0,9 % u ukupnoj imovini mirovinskih fondova. Imovina svih vrsta mirovinskih fondova povećala se u razdoblju od 2016. do 2019. godine što je i utjecalo na povećanje ukupne imovine mirovinskih fondova.

#### 4.2.4. Imovina UCITS fondova

Grafikonom 4 prikazana je ukupna imovina UCITS fondova prema kategorijama fondova.



Grafikon 4: Imovina UCITS fondova

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga - Neto imovina investicijskih fondova

Ukupna imovina UCITS fondova bilježi male oscilacije u promatranom četverogodišnjem razdoblju. Krajem 2016. godine ukupna vrijednost imovine bila je 19,9 milijardi kuna te se godinu kasnije smanjila na 19,2 milijarde kuna. U 2018. i 2019. godini došlo je do povećanja ukupne imovine UCITS fondova u odnosu na prethodne godine i njezina vrijednost iznosila je 20,1 milijardu kuna i 23,4 milijarde kuna, respektivno. Prema tome, u analiziranom razdoblju od četiri godine došlo je do povećanja ukupne imovine za 17,6 %.

Tijekom prve dvije promatrane godine najveći udio u imovini UCITS fondova imala je kategorija novčani fond s oko 60 % (12,2 milijarde kuna) u 2016. i približno 50 % (9,1 milijardu kuna) u 2017. godini. Budući da je zbog Uredbe o novčanim fondovima došlo do mijenjanja poslovne strategije i prelaska novčanih fondova najvećim dijelom u obvezničke, imovina obvezničkih fondova tijekom 2019. godine značajno je porasla, dok se imovina novčanih fondova smanjila na 80 milijuna kuna. U 2019. godini imovina dioničkih fondova činila je 82 % ukupne imovine UCITS fondova što je u apsolutnom iznosu 19,2 milijarde kuna.

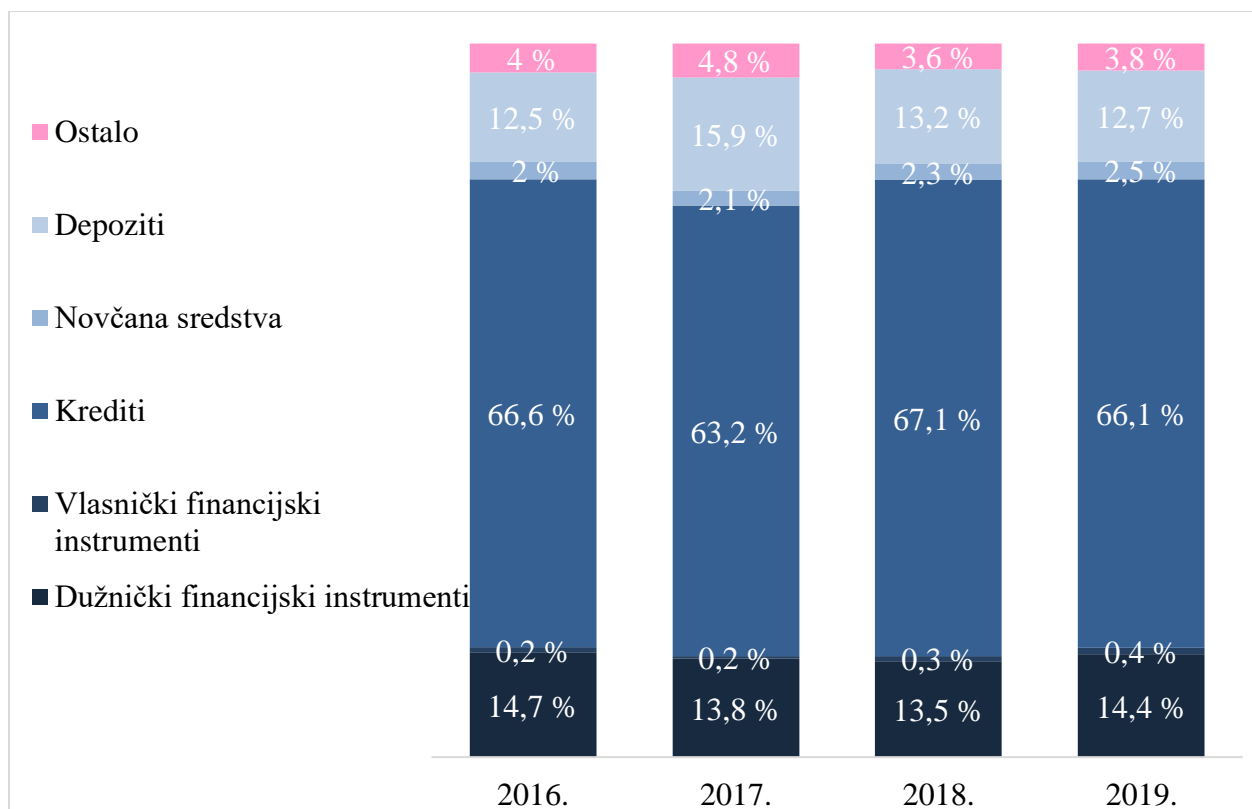
Ostali fondovi nemaju veliki značaj u ukupnoj imovini UCITS fondova i njihova imovina nije se značajno mijenjala tijekom promatranog razdoblja.

### **4.3. Struktura ulaganja odabranih financijskih posrednika**

U ovom poglavlju napravljena je analiza ulaganja odabranih financijskih posrednika na području Republike Hrvatske u vremenu od 2016. do 2019. godine. Najprije slijedi prikaz strukture ulaganja banaka, zatim društava za osiguranje, mirovinskih fondova i naposljetku UCITS fondova. Analizom je dobiven uvid u ulagačke strategije navedenih financijskih posrednika i njihove promjene tijekom vremena.

#### **4.3.1. Ulaganja banaka**

U nastavku slijedi grafikon 5 kojim je prikazana analiza ulaganja banaka u četverogodišnjem razdoblju gdje su pojedini oblici imovine izraženi kao postotci u odnosu na ukupnu imovinu.



Grafikon 5: Ulaganja banaka

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske narodne banke - Bonitetni podaci o poslovanju kreditnih institucija

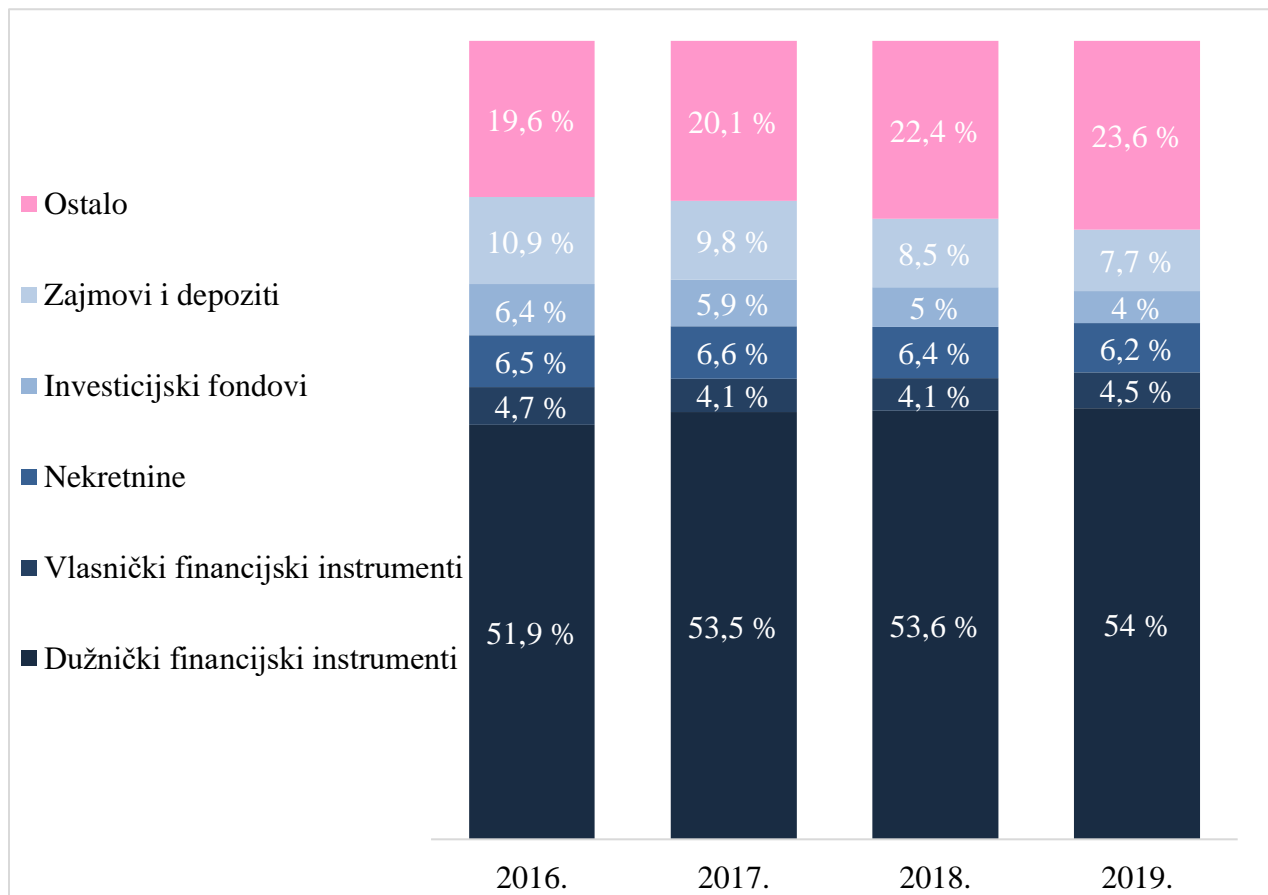
U ukupnoj imovini banaka prevladavali su krediti čiji je udio imao male oscilacije tijekom promatranih godina. U prosjeku, udio kredita u imovini banaka u prikazanom četverogodišnjem razdoblju bio je oko 65 %. S obzirom na to da je odobravanje kredita srž bankarskog poslovanja, razumljivo je kako ulaganja u financijske instrumente slijede tek iza kredita. Unutar ulaganja u financijske instrumente, najbrojnija su bila ulaganja u dužničke financijske instrumente. U 2016. godini dužnički financijski instrumenti činili su 14,7 % ukupne imovine banaka što je oko 57 milijardi kuna. Krajem 2019. godine dužnički financijski instrumenti imali su vrijednost nešto više od 61 milijardu kuna i udio u ukupnoj imovini banaka od 14,4 %. U strukturi dužničkih financijskih instrumenata izdvajaju se obveznice, posebice državne obveznice, dok se manji dio investira u instrumente tržišta novca.

Banke u Republici Hrvatskoj nisu sklone ulaganju u vlasničke financijske instrumente kao u dužničke financijske instrumente. No, iako je udio vlasničkih financijskih instrumenata u ukupnoj

imovini banaka jako mali, došlo je do njegovog porasta tijekom analiziranih godina. Udio vlasničkih financijskih instrumenata početkom promatranog razdoblja u ukupnoj imovini bio je 0,2 % što je u apsolutnom iznosu 0,7 milijardi kuna, a povećao se na 0,4 % do kraja razdoblja što je proporcionalno 1,7 milijardi kuna.

#### 4.3.2. Ulaganja društava za osiguranje

U ovom poglavlju govori se o ulaganjima društava za osiguranje koja su analizirana u razdoblju od četiri godine (grafikon 6). Pojedini oblici imovine izraženi su kao postotci u odnosu na ukupnu imovinu društava za osiguranje.



Grafikon 6: Ulaganja društava za osiguranje

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga - Odabrani pokazatelji hrvatskog nebankarskog financijskog sektora

Promatrajući grafikon 6, uočava se kako se profil ulaganja nije značajno mijenjao i najznačajniji dio imovine društava za osiguranje čine dužnički financijski instrumenti s udjelom preko 50 % u svim promatranim godinama. U dužničke financijske instrumente 2016. godine bilo je uloženo nešto više od 20 milijardi kuna, a krajem 2019. godine više od 24,5 milijardi kuna. Među dužničkim financijskim instrumentima dominira ulaganje u državne obveznice. Preko 90 % vrijednosti dužničkih financijskih instrumenata čine ulaganja u državne obveznice, a tek manji dio investiran je u korporativne obveznice. U 2019. godini državne obveznice imale su vrijednost od 22,8 milijardi kuna. Drugim riječima, krajem promatranog razdoblja preko 50 % ukupne imovine društava za osiguranje bilo je uloženo u državne obveznice što govori kako su društva za osiguranje sklonija ulaganju u sigurnije vrijednosne papire koji nose niži prinosi, ali jednako tako i niži rizik. Za razliku od ulaganja u državne obveznice, društva za osiguranje ne investiraju značajni udio imovine u korporativne obveznice, međutim u promatranom razdoblju ulaganja u ovaj oblik imovine su se povećala. Krajem 2017. godine vrijednost korporativnih obveznica bila je 0,7 milijardi kuna, a do kraja 2019. godine imala je vrijednost od 1,3 milijarde kuna što je povećanje od 86 % na trogodišnjoj razini.

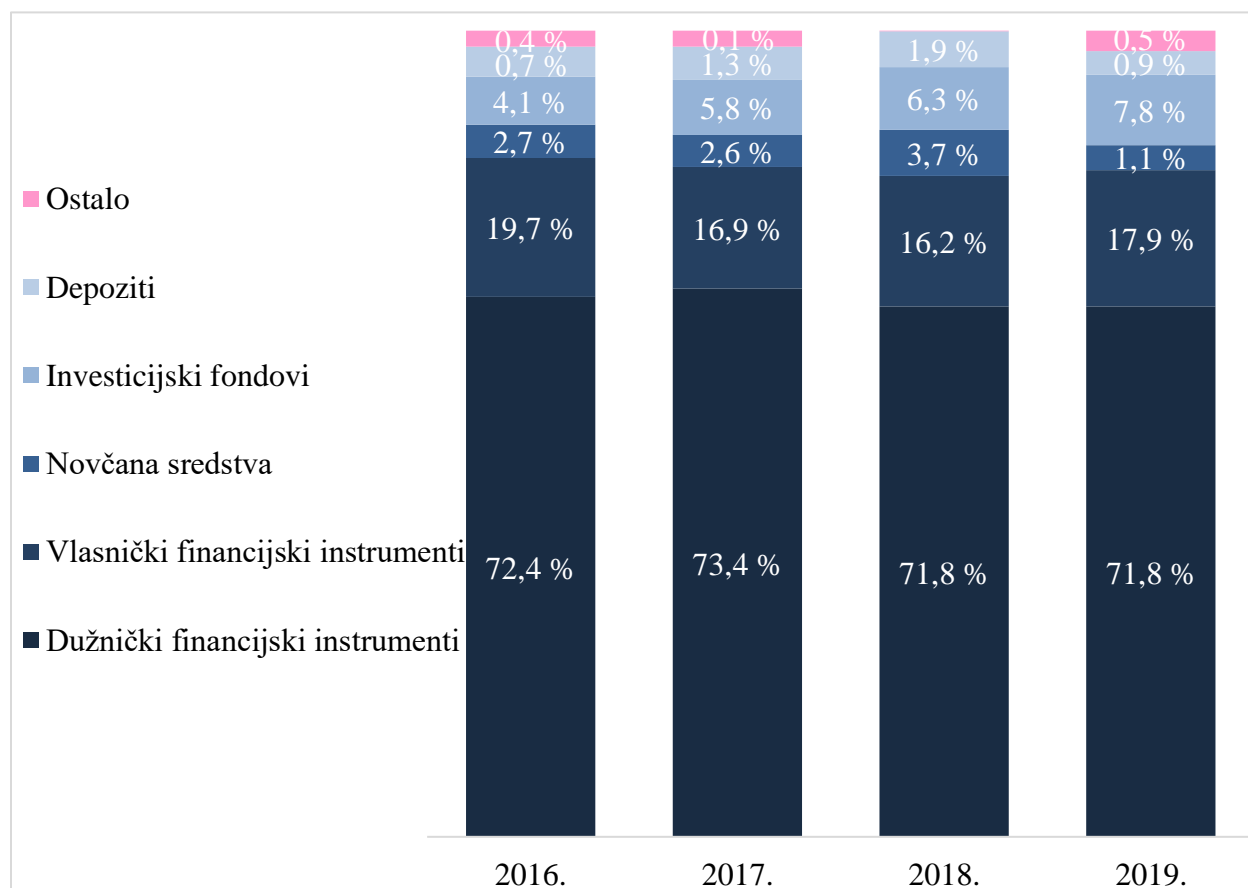
Za razliku od dužničkih vrijednosnih instrumenata čiji udio raste u ukupnoj imovini društava za osiguranje, drugi oblici imovine bilježe manje oscilacije.

Od ostalih oblika imovine, društva za osiguranje ulagala su najviše u zajmove i depozite, no njihov udio u ukupnoj imovini primjetno se smanjivao tijekom promatranog razdoblja. Početkom promatranog razdoblja 10,9 % ukupne imovine bilo je u obliku zajmova i depozita, a krajem razdoblja 7,7 %. Osim ulaganja u zajmove i depozite, društva za osiguranje su tijekom promatranog razdoblja nešto više od 6 % svoje imovine ulagala su u nekretnine, no i ova ulaganja bilježe mali pad u četverogodišnjem razdoblju. Pored njih, udjeli u investicijskim fondovima također su se smanjili s 6,4 % u 2016. godini na 4 % u 2019. godini. Najmanje zastupljena ulaganja tijekom promatrane četiri godine bila su ulaganja u vlasničke financijske instrumente.

#### 4.3.3. Ulaganja mirovinskih fondova

U nastavku slijedi prikaz strukture ulaganja mirovinskih fondova (grafikon 7). Prikazanim grafikonom objedinjena su ulaganja obveznih mirovinskih fondova, otvorenih dobrovoljnih te

zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova u razdoblju od 2016. do 2019. godine. Svi oblici imovine prikazani su kao postotci u odnosu na ukupnu imovinu mirovinskih fondova.



Grafikon 7: Ulaganja mirovinskih fondova

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga - Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova, Struktura ulaganja otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova i Struktura ulaganja zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova

Tijekom promatranog četverogodišnjeg razdoblja mirovinski fondovi najveći dio svoje imovine ulagali su u dužničke financijske instrumente. U 2016. godini u dužničke vrijednosne papire bilo je uloženo 72,4 % ukupne imovine mirovinskih fondova, odnosno 64,5 milijardi kuna. Iako se postotak dužničkih financijskih instrumenata u ukupnoj imovini mirovinskih fondova u 2019. godini smanjio, ulaganja u apsolutnom iznosu su se značajno povećala. Krajem promatranog razdoblja u dužničke vrijednosne papire bilo je uloženo 85,7 milijardi kuna što se može objasniti povećanjem ukupne imovine.

Među dužničkim financijskim instrumentima, mirovinski fondovi najviše su ulagali u državne obveznice, zatim u korporativne obveznice i najmanje u instrumente tržišta novca. U 2016. godini od ukupno uložениh 64,5 milijardi kuna u dužničke vrijednosne papire, čak 62,6 milijardi kuna bilo je uloženo u državne obveznice, odnosno 97 % vrijednosti dužničkih financijskih instrumenata. Drugim riječima, državne obveznice čine 70,3 % ukupne imovine mirovinskih fondova. Na drugom mjestu prema udjelu u dužničkim vrijednosnim papirima nalaze se korporativne obveznice u koje je u 2016. godini bilo uloženo 1,8 milijardi kuna što čini 2 % ukupne imovine mirovinskih fondova. Ulaganje u korporativne obveznice povećavalo se tijekom promatranog razdoblja pa je krajem 2019. godine njihova vrijednost bila 2,2 milijarde kuna.

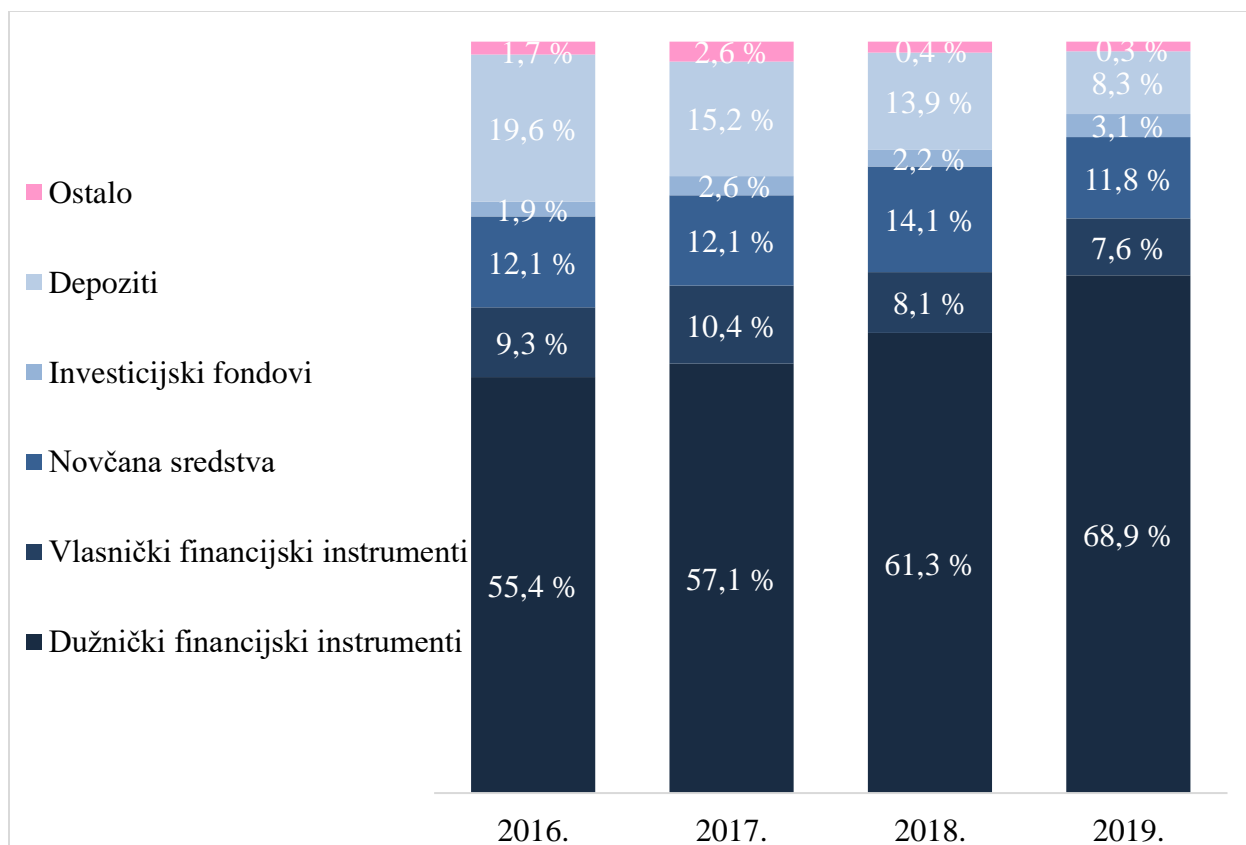
Na drugom mjestu, nakon ulaganja u dužničke financijske instrumente nalaze se ulaganja u vlasničke financijske instrumente, odnosno dionice. U 2016. godini vlasnički financijski instrumenti imali su vrijednost 17,6 milijardi kuna i udio od 19,7 % u ukupnoj imovini mirovinskih fondova. Njihova vrijednost smanjila se tijekom 2017. i 2018. godine i iznosila je nešto više od 16 milijardi kuna. Međutim, u 2019. godini dolazi do povećanja ulaganja u vlasničke vrijednosne papire čija je vrijednost bila 21,4 milijarde kuna.

Mirovinski fondovi, osim u vlasničke i dužničke financijske instrumente investirali su i u udjele u investicijskim fondovima. Ulaganja u investicijske fondove povećala su se tijekom promatranog razdoblja s 4,1 % u 2016. godini na 7,8 % u 2019. godini. Ukupna ulaganja u investicijske fondove na početku razdoblja bila su 3,6 milijardi kuna, a krajem razdoblja 9,3 milijarde kuna, što je povećanje od 155 %. Mirovinski fondovi u okviru ulaganja u investicijske fondove ulažu u AIF-ove i UCITS fondove, no značajno prevladava ulaganje u UCITS fondove. Preko 90 % sredstava namijenjena ulaganju u investicijske fondove odlaze na ulaganja u udjele UCITS fondova.

Vidljivo je kako su se ulaganja mirovinskih fondova u apsolutnom iznosu značajno povećala. Ova pojava može se objasniti povećanjem njihove imovine. Povećanje imovine otvorilo je mogućnost za dodatnim ulaganjima što je učinilo mirovinske fondove jednim od najaktivnijih ulagača na financijskom tržištu s preferencijama ulaganja u nešto sigurnije oblike financijskih instrumenata.

#### 4.3.4. Ulaganja UCITS fondova

Struktura ulaganja svih UCITS fondova prikazana je grafikonom 8 gdje su pojedini oblici imovine izraženi kao postotci u odnosu na ukupnu imovinu UCITS fondova.



Grafikon 8: Ulaganja UCITS fondova

Izvor: izrada autora prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga - Struktura ulaganja UCITS fondova

Podaci iz grafikona 8 ukazuju na to da UCITS fondovi najveći dio imovine ulagali u dužničke financijske instrumente čiji se udio konstantno povećavao u analiziranom razdoblju. Značajan udio u imovini UCITS fondova čine depoziti, novčana sredstva i vlasnički financijski instrumenti, no njihov udio primjetno se smanjio u posljednjoj promatranoj godini u odnosu na ostale.

Ukupna vrijednost dužničkih vrijednosnih papira u 2016. godini bila je nešto iznad 11 milijardi kuna, a do kraja 2019. godine povećala se na 16,2 milijarde kuna. U strukturi dužničkih financijskih instrumenata prevladavaju ulaganja u državne obveznice s 53,3 % u 2016. godini, a nešto manje iste godine investiralo se u instrumente tržišta novca (43,8 %) i korporativne obveznice (2,9 %). Tijekom analiziranog razdoblja došlo je do značajnog povećanja ulaganja u državne obveznice. Njihova vrijednost u prvoj analiziranoj godini bila je 5,8 milijardi kuna, a krajem razdoblja dosegla je vrijednost od 15,3 milijarde kuna. S druge strane, u istom vremenskom



razdoblju došlo je do smanjenja ulaganja u instrumente tržišta novca za 85,7 % čija se vrijednost u 2019. godini smanjila na 0,7 milijardi kuna s početne 4,8 milijarde kuna u 2016. godini.

Iza ulaganja u dužničke vrijednosne papire, najzastupljenija su ulaganja u depozite, međutim došlo je do značajnog smanjenja od 50 % na četverogodišnjoj razini. Ulaganja u depozite početkom promatranog razdoblja bila su 3,9 milijarde kuna, a krajem 1,9 milijardi kuna. Pored depozita, imovina UCITS fondova zastupljena je i u obliku vlasničkih vrijednosnih papira koja su imali udjele u 2016. i 2019. godini od 9,3 % i 7,6 %, respektivno.

Iz svega navedenog, zaključuje se kako s protekom vremena rastu afiniteti UCITS fondova prema onim financijskim instrumentima za čije prinose u budućnosti ne očekuju pretjerane promjene.

## 5. Rasprava

Nakon izvršene analize odabranih financijskih posrednika na području Republike Hrvatske, zaključuje se kako se njihova struktura tijekom četverogodišnjeg razdoblja mijenjala. Najviše se smanjio broj banaka, dok se broj mirovinskih i UCITS fondova povećao. Međutim, iako su UCITS fondovi na financijskom tržištu najbrojniji, prema visini ukupne imovine, banke i dalje imaju apsolutnu dominaciju. Ukupna imovina banaka višestruko je veća od ukupne imovine ostalih financijskih posrednika, što bankama svakako daje određene prednosti u poslovanju. Unatoč činjenici da se broj banaka i društava za osiguranje od 2016. do 2019. godine smanjio, važno je naglasiti kako su svi financijski posrednici ostvarili porast ukupne imovine.

Iako imovinsko stanje banaka sugerira na prevlast na financijskom tržištu, banke nisu te koje su imale najveći postotni porast imovine u promatranom razdoblju. Svojim ubrzanim rastom imovine istaknuli su se mirovinski fondovi. Na četverogodišnjoj razini, imali su najbrži rast imovine s preko 30 % u odnosu na sve ostale promatrane financijske posrednike. Slijede ih UCITS fondovi s ukupnim porastom imovine od oko 17 %, zatim društva za osiguranje koja su zabilježila porast imovine od 15 % i naposljetku banke čija je imovina narasla za nešto više od 9 %. Može se uvidjeti kako je sve dominantnija uloga financijskih posrednika poput mirovinskih i UCITS fondova te društava za osiguranje, najprije prema njihovoj brojnosti, a potom prema stečenoj imovini.

Povećanjem ukupne imovine, financijskim posrednicima otvara se niz mogućnosti za proširenje investicijskih aktivnosti kojima mogu ostvariti značajne prinose, kako za vlastiti račun, tako i za sve ulagače. Premda banke imaju najveću ukupnu imovinu, srž njihova poslovanja je odobravanje kredita koji čine preko 66 % ukupne imovine. Tek manji udio imovine banke ulažu u financijske instrumente što je i razumljivo s obzirom na koncept poslovanja banaka. Oko 14 % ukupne imovine banke su u promatranom razdoblju ulagale u dužničke financijske instrumente među kojima se izdvajaju obveznice, posebice kategorija državnih obveznica. Istovremeno, nešto manje od 0,3 % ukupne imovine banke su uložile u vlasničke financijske instrumente.

Suprotno bankama, analizom je utvrđeno kako su društva za osiguranje, mirovinski fondovi i UCITS fondovi većinski dio svoje imovine usmjeravali su u neke oblike financijskih instrumenata. U četverogodišnjem razdoblju, navedeni posrednici većinom su ulagali u dužničke financijske instrumente. U ovaj oblik vrijednosnih papira, društva za osiguranje uložila su u prosjeku nešto

više od 50 % ukupne imovine, a mirovinski fondovi čak preko 70 % ukupne imovine. Za njima ne zaostaju ni UCITS fondovi koji su tijekom promatrane četiri godine ulaganja u dužničke vrijednosne papire povećali s 55 % na približno 70 % u odnosu na ukupnu imovinu. Najvažnija komponenta ulaganja u okviru dužničkih financijskih instrumenata bile su državne obveznice. Nakon ulaganja u dužničke financijske instrumente, društva za osiguranje i UCITS fondovi tijekom svih godina preferirala su ulaganja u zajmove i depozite, dok su mirovinski fondovi bili skloniji ulaganju u vlasničke financijske instrumente, no u znatno manjoj mjeri.

S povećanjem ukupne imovine, društva za osiguranje, mirovinski i UCITS fondovi su povećavali plasmane u već poznate oblike financijskih instrumenata, no ponajviše u dužničke financijske instrumente. Međutim financijski posrednici ostali su dosljedni svojim strategijama ulaganja te se njihove ulagačke strategije nisu značajno mijenjale u četverogodišnjem razdoblju. Analizirani posrednici, osim banaka, bili su skloniji ulaganju u sigurnije financijske instrumente poput državnih obveznica, a afiniteti prema ovoj skupini financijskih instrumenata su rasli. Ovim putem, za svoje ulagače ostvaruju niže, ali sigurnije prinose. Kroz ulaganja u državne obveznice financijski posrednici pomažu izdavateljima obveznica (vladi) prikupiti sredstva za financiranje raznih javnih potreba. Na ovaj način, financijski posrednici pomažu u razvoju cjelokupnog gospodarstva.

Prema profilu ulaganja, u promatranom vremenu ističu se mirovinski fondovi koji za razliku od ostalih posrednika nešto više ulažu u rizičnije financijske instrumente, posebice u vlasničke vrijednosne papire. Ovim investicijskim strategijama, mirovinski fondovi generiraju više prinose što se posljedično odražava na njihovu imovinu. Budući da su mirovinski fondovi imali najbrži rast imovine na četverogodišnjoj razini, otvorila im se mogućnost za sve većim ulaganjima, što su i iskoristili. Preko 90 % njihove imovine u obliku je dužničkih i vlasničkih financijskih instrumenata što ih čini danas jednim od najaktivnijih institucionalnih investitora. Prema tome, zaključuje se kako posrednici sa znatno manjom imovinom od banaka imaju veliku ulogu na financijskom tržištu i polako mijenjaju institucionalnu strukturu.

## 6. Zaključak

Financijski posrednici pokretačka su snaga financijskog sustava. Tradicionalni, ključni posrednici na financijskom tržištu bile su banke. Međutim, u posljednje vrijeme svojim investicijskim aktivnostima sve se više ističu institucije ugovorne štednje i investicijski posrednici. U sklopu nastalih promjena, financijski sustav postao je splet mnogobrojnih institucija bez kojih rast i razvoj financijskog tržišta ne bi bio moguć. Shodno tomu, financijski sustav svojom strukturom postaje složeniji, ali tržišno učinkovitiji. Aktivnim sudjelovanjem na tržištu, društva za osiguranje, mirovinski i UCITS fondovi privukli su interese mnogih ulagača i postali značajni institucionalni investitori. Oni stvaraju značajan investicijski potencijal tako što prikupljaju i grupiraju manja ulaganja investitora, a potom raznim ulagačkim strategijama djeluju u korist samih ulagača.

Navedeni posrednici, svoju imovinu u razdoblju od 2016. do 2019. godine povećavali su fokusiranim ulaganjem u stabilnije vrijednosne papire dužničkog karaktera poput obveznica. U kategoriji obveznica, prednjače ulaganja u državne obveznice putem kojih ulagači generiraju niže prinose, ali istovremeno uz niži rizik ulaganja. Ulaganjem u državne obveznice, financijski posrednici zadovoljavaju potrebe vlade za financiranjem, odnosno pomažu vladi prikupiti sredstva koja su neophodna za ostvarivanje javnih potreba. Primjetna je velika razlika između ulagačkog profila banaka i ostalih promatranih financijskih posrednika. Iako banke imaju znatno veću imovinu, za razliku od ostalih, nisu sklone prevelikom ulaganju u financijske instrumente.

Istraživanje je pokazalo kako društva za osiguranje, mirovinski fondovi i UCITS fondovi s vremenom učvršćuju svoj položaj na financijskom tržištu, prvenstveno stečenom imovinom, a potom i brojnosti. Među njima, ističu se mirovinski fondovi koji pored ulaganja u dužničke financijske instrumente, dio sredstava ulažu i u nešto rizičniju skupinu financijskih instrumenata. Pored toga, mirovinski fondovi imali su najbrži rast imovine na četverogodišnjoj razini. Ovo pokazuje kako veličina imovine nije presudan čimbenik koji utječe na ulaganja posrednika, nego ona ovise isključivo o investicijskim strategijama samih posrednika.

U budućem razdoblju preporuča se ponoviti istraživanje s ciljem utvrđivanja promjene u ulagačkim strategijama financijskih posrednika.

## Literatura

1. Dobrojević, G., i Jagodić, D. (2018). 'Banke – specifikum financijske intermedijacije', *Zbornik Veleučilišta u Rijeci*, 6 (1), 143-154. Dostupno na: <https://doi.org/10.31784/zvr.6.1.12> [pristupljeno: 12. lipnja 2022.]
2. Domšić, I. (2019). Investicijske opcije i financijski rizici, *Hrvatski časopis za OSIGURANJE*, (1), 93-110. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/325930> [pristupljeno 7. lipnja 2022.]
3. Gregurek, M., Vidaković, N. (2011). [Online]. Zagreb: RRiF plus. Dostupno na: [https://www.bib.irb.hr/908214/download/908214.Bankarsko\\_poslovanje\\_24062011.pdf](https://www.bib.irb.hr/908214/download/908214.Bankarsko_poslovanje_24062011.pdf) [pristupljeno: 10. lipnja 2022.]
4. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2022). Mirovinski sustav. Dostupno na: <https://www.hgk.hr/documents/hanfamirovinski57877d5bcf60d.pdf> [pristupljeno: 11. lipnja 2022.]
5. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. (2022). Investicijski fondovi. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/getfile.ashx/?fileId=42495> [pristupljeno: 7. lipnja 2022.]
6. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Agregirani izvještaj o financijskom položaju društava za osiguranje i društava za reosiguranje. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section2> [pristupljeno: 17. svibnja 2022.]
7. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Neto imovina investicijskih fondova. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3> [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
8. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Neto imovina mirovinskih fondova i Mirex. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section4> [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
9. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Odabrani pokazatelji hrvatskog nebankarskog financijskog sektora – standardni prezentacijski format (2019). Dostupno na: <https://hanfa.hr/media/3606/spf-objava-19042019.pdf> [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
10. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Statistika. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section1> [pristupljeno: 16. svibnja 2021.]

11. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section4> [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
12. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Struktura ulaganja otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section4> [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
13. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Struktura ulaganja zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section4> [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
14. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. Struktura ulaganja UCITS fondova. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3> [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
15. Hrvatska gospodarska komora. (2022). Investicijski fondovi. Dostupno na: <https://www.hgk.hr/investicijski-fondovi> [pristupljeno: 7. lipnja 2022.]
16. Hrvatska narodna banka. Bonitetni podaci o poslovanju kreditnih institucija. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija?p\\_p\\_id=documentfolderfilter\\_WAR\\_hnbportlet&p\\_p\\_lifecycle=1&p\\_p\\_state=normal&p\\_p\\_mode=view&documentfolderfilter\\_WAR\\_hnbportlet\\_javax.portlet.action=searchAction](https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija?p_p_id=documentfolderfilter_WAR_hnbportlet&p_p_lifecycle=1&p_p_state=normal&p_p_mode=view&documentfolderfilter_WAR_hnbportlet_javax.portlet.action=searchAction) [pristupljeno: 12. svibnja 2022.]
17. Jurić, D. (2008). 'Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti', *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 29(1), 149-185. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/39991> [pristupljeno: 7. lipnja 2022.]
18. Klačmer Čalopa, M., Cingula, M. (2012). *Financijske institucije i tržište kapitala*. Varaždin: TIVA, Fakultet organizacije i informatike.
19. Klasić, K., Andrijanić, I. (2007). *Osnove osiguranja – načela i praksa*. Zagreb: TEB poslovanje savjetovanje.
20. Leko, V., Stojanović, A. (2018). *Financijske institucije i tržišta*. Zagreb: Ekonomski fakultet.
21. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2019). *Financijska tržišta i institucije*. Osmo izdanje. Lektura: Viktorija Tomšić. Zagreb: MATE

22. Olgić Draženović, B. (2012). Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske. Disertacija. Dostupno na: <https://dr.nsk.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view> [pristupljeno: 13. lipnja 2022.]
23. Orsag, S. (2003). *Vrijednosni papiri*. Sarajevo: Revicon.
24. Wyman, O. (2013). Insurance Europe. *Funding the future: Insurers' role as institutional investors*. Dostupno na: <https://www.insuranceireland.eu/media/documents/funding-the-future%20June%202013.pdf> [pristupljeno: [5. lipnja 2022.]
25. Zakon o dobrovoljnim mirovinskim fondovima. NN 19/14, 29/18, 115/18. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/709/Zakon-o-dobrovoljnim-mirovinskim-fondovima> [pristupljeno: 11. lipnja 2022.]
26. Zakon o leasingu. (NN 141/13). Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/256/Zakon-o-leasingu> [pristupljeno; 11. lipnja 2022.]
27. Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci (NN 75/08, 54/13, 47/20). Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/590/Zakon-o-Hrvatskoj-narodnoj-banci> [pristupljeno: 14. lipnja 2022.]

## **Popis tablica**

Tablica 1: Broj odabranih financijskih posrednika u razdoblju od 2016. do 2019. godine .....19



## **Popis grafikona**

Grafikon 1: Imovina banaka .....	21
Grafikon 2: Imovina društava za osiguranje.....	22
Grafikon 3: Imovina mirovinskih fondova .....	23
Grafikon 4: Imovina UCITS fondova .....	24
Grafikon 5: Ulaganja banaka .....	26
Grafikon 6: Ulaganja društva za osiguranje .....	27
Grafikon 7: Ulaganja mirovinskih fondova.....	29
Grafikon 8: Ulaganja UCITS fondova .....	31