

# ULOGA INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOM FINANCIJSKOM SUSTAVU

---

Jureta, Antonela

Master's thesis / Diplomski rad

2024

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:145:604152>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-22**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni diplomski studij (*Financijski menadžment*)

Antonela Jureta

**ULOGA INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOM  
FINANCIJSKOM SUSTAVU**

Diplomski rad

Osijek, 2024.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni diplomski studij (*Financijski menadžment*)

Antonela Jureta

**ULOGA INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOM  
FINANCIJSKOM SUSTAVU**

Diplomski rad

**Kolegij: Financijsko posredništvo**

JMBAG: 0079045024

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

Mentor: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov

Komentor: dr. sc. Ana Zrnić

Osijek, 2024.


Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics and Business in Osijek  
University Graduate Study (*Financial Management*)

Antonela Jureta

**THE ROLE OF INVESTMENT FUNDS IN THE CROATIAN  
FINANCIAL SYSTEM**

Osijek, 2024.

**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 visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
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:** Antonela Jureta

**JMBAG:** 0079045024

**OIB:** 42895172138

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

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

**Naslov rada:** Uloga investicijskih fondova u hrvatskom financijskom sustavu

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

U Osijeku, 06.02.2024. godine

Potpis 

# Uloga investicijskih fondova u hrvatskom financijskom sustavu

## SAŽETAK

Investicijski fondovi imaju ključnu ulogu u hrvatskom financijskom sustavu pružajući malim ulagačima i pojedincima pristup ulaganjima koja inače ne bi bila dostupna, uz visoku razinu sigurnosti te manji rizik od gubitaka. Pri tome Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) ima ključnu ulogu u zaštiti investitora osiguravajući usklađenost s regulativom i standardima. U Republici Hrvatskoj postoji više vrsta investicijskih fondova, a otvoreni i zatvoreni fondovi su najčešći, pri čemu otvoreni fondovi omogućuju povlačenje uloženi sredstava u bilo kojem trenutku, dok zatvoreni imaju ograničen broj dionica i ograničenja u povlačenju sredstava.

Cilj ovog rada je analizirati važnost investicijskih fondova u hrvatskom financijskom sustavu kroz analizu njihove prisutnosti na tržištu kapitala, strukture ulaganja, vrijednosti neto imovine i usporedbu s drugim opcijama ulaganja. Rezultatima rada utvrđeno je kako u razdoblju od 2014. do 2022. godine vrijednost ukupne neto imovine investicijskih fondova u RH raste, kao i prinosi svih vrsta investicijskih fondova. Rezultati istraživanja prikazuju kako se većina financijske imovine investitora drži na depozitima u bankama (više od 80 %), a tek manjim dijelom u investicijskim fondovima (manje od 1 %). Navedeno može upućivati na nedovoljnu financijsku pismenost o opcijama ulaganja, nepovjerenje u investicijske fondove ili postojanje averzije prema riziku. Porastom ulaganja investitora u investicijske fondove na domaćem financijskom tržištu pridonosi se razvoju domaćih poduzeća, što posljedično pridonosi razvoju financijskog sustava i povećanju efikasnost cjelokupnog gospodarstva.

**Ključne riječi:** investicijski fondovi, otvoreni fondovi, zatvoreni fondovi, prinosi investicijskih fondova, financijski sustav

# **The Role of Investment Funds in the Croatian Financial System**

## **SUMMARY**

Investment funds play a key role in the Croatian financial system, providing retail investors and individuals with access to investments that would otherwise be unavailable, with a high degree of security and a lower risk of loss. The Croatian Financial Services Authority (HANFA) plays a key role in protecting investors by ensuring compliance with regulations and standards. There are several types of investment funds in the Republic of Croatia, with open-end and closed-end funds being the most common. In open-end funds, the invested funds can be withdrawn at any time, while in closed-end funds the number of units is limited and the withdrawal of funds is restricted.

The aim of this paper is to analyze the importance of investment funds in the Croatian financial system by analyzing their presence in the capital market, investment structure, net asset value and comparison with other investment options. The results of the work show that in the period from 2014 to 2022, the value of total net assets of investment funds in the Republic of Croatia is increasing, as well as the return of all types of investment funds. The research results show that the majority of investors' financial assets are invested in bank deposits (more than 80%) and only a small part in investment funds (less than 1%). This could indicate insufficient financial literacy about investment options, mistrust of investment funds, or the presence of risk aversion. The increase in investment by investors in investment funds in the domestic financial market contributes to the development of domestic companies, which in turn helps to develop the financial system and increase the efficiency of the whole economy.

**Keywords:** investment funds, open-end funds, closed-end funds, returns of investment funds, financial system

# SADRŽAJ

<b>1. Uvod</b> .....	1
<b>2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja</b> .....	3
2.1. Osvrt na financijski sustav Republike Hrvatske .....	3
2.1.1. Povijesni razvoj financijskog sustava .....	3
2.1.2. Funkcije i elementi financijskog sustava .....	4
2.1.3. Ključni akteri i struktura financijskog sustava .....	6
2.1.4. Regulatorni okvir financijskog sustava .....	8
2.2. Pojam i uloga investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj .....	9
2.2.1. Pojmovno određenje investicijskih fondova .....	10
2.2.2. Povijesni razvoj investicijskih fondova .....	14
2.2.3. Vrste investicijskih fondova .....	16
2.2.4. Prednosti i nedostaci ulaganja u investicijske fondove .....	19
<b>3. Metodologija rada</b> .....	21
<b>4. Uloga investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj</b> .....	23
4.1. Analiza strukture ulaganja i imovine investicijskih fondova .....	25
4.2. Analiza prinosa investicijskih fondova .....	30
4.3. Uloga investicijskih fondova u poticanju ekonomskog rasta .....	35
4.4. Usporedba s alternativnim opcijama ulaganja .....	40
<b>5. Rasprava</b> .....	42
<b>6. Zaključak</b> .....	45
<b>Literatura</b> .....	47
<b>Popis slika</b> .....	50
<b>Popis tablica</b> .....	51
<b>Popis grafikona</b> .....	52



## 1. Uvod

Investicijski fondovi su institucionalni investitori koji prikupljaju višak sredstava od svojih ulagača te tako akumulirana sredstva u njihovo ime ulažu na financijskom tržištu. Iako su postali sve popularniji oblik ulaganja u financijskom svijetu, pružajući mnoge prednosti za ulagače, nedostatak znanja o investicijskim fondovima može značiti propuštanje mogućnosti za ostvarivanje povoljnijeg povrata od onog koji se ostvaruje držanjem viška financijskih sredstava na štednim ili depozitnim računima. Uslijed navedenog neupitna je važnost istraživanja ove teme s ciljem analiziranja efikasnosti investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj i mogućnostima koje su na raspolaganju potencijalnim investitorima.

Ciljevi istraživanja ovoga rada vežu se uz utvrđivanje uloge i položaja investicijskih fondova u hrvatskom financijskom sustavu, odnosno analizu njihove uloge u poticanju cjelokupnog ekonomskog sustava Republike Hrvatske. Prvi cilj je utvrditi efikasnost investicijskih fondova u smislu ostvarivanja viših prinosa na uložena sredstva u odnosu na držanje sredstava u obliku depozita na štednim računima. Drugi cilj rada je utvrditi odražava li se porast ulaganja u investicijske fondove pozitivno na poslovanje poduzeća čije dionice kotiraju na burzi te kakvu posljedicu bi isto imalo na cjelokupan ekonomski sustav. Kako bi se postigli navedeni ciljevi, analizirana je ukupna neto imovina investicijskih fondova i struktura njihovih ulaganja s ciljem utvrđivanja u kojoj mjeri fondovi ulažu u domaće vrijednosne papire i druge financijske instrumente. Prinosi odabranih investicijskih fondova uspoređeni su s drugim akterima na tržištu kapitala s ciljem isticanja razlike između prinosa koje je moguće ostvariti alternativnim oblicima ulaganja.

U svrhu istraživanja odabrani su fondovi iz dioničkih, obvezničkih, mješovitih i kratkoročnih obvezničkih UCITS fondova kako bi se vidjelo u kojoj mjeri isti ulažu u tuzemstvo. Ulaganje u domaće vrijednosne papire i druge financijske instrumente može se pozitivno odraziti na efikasnost financijskog sustava zemlje. Porast ulaganja u investicijske fondove omogućuje pristup novim izvorima financiranja poduzeća, čime se potiče njihovo poslovanje, a samim time i na cjelokupno gospodarstvo. Osim toga, investicijski fondovi potiču štednju, alokaciju kapitala, a njihovim razvojem na tržištu kapitala može se povećati potražnja za domaćim vrijednosnim papirima, čime se jača efikasnost financijskog sustava, poboljšava likvidnost i otpornost na tržišne nestabilnosti.

Nakon uvodnog poglavlja, u teorijskom dijelu rada ističu se glavni pojmovi povezani s financijskim sustavom Republike Hrvatske te se definira financijski sustav, povijesni razvoj te glavne funkcije i elementi koji ga čine. Istaknuti su najvažniji akteri koji djeluju unutar financijskog sustava te je prikazan regulatorni okvir isto. Nadalje, definiran je pojam investicijskih fondova kao dio financijskog sustava, istaknuta je njihova važnost, povijesni razvoj, poslovanje društava koji njima upravljaju, glavne vrste te prednosti i nedostaci ulaganja u iste. Nakon opisa metodologije rada, u četvrtom poglavlju prikazani su podaci o vrijednosti neto imovine investicijskih fondova u RH te strukturi ulaganja te imovine. Analizirano je u kojoj mjeri pojedine vrste fondova ulažu u domaće vrijednosne papire i ostale financijske instrumente. Konačno, napravljena je usporedba u kojoj mjeri kućanstva ulažu svoju financijsku imovinu u investicijske fondove, odnosno u alternativne oblike štednje i ulaganja. Nakon praktičnog dijela rada, u raspravi i zaključku dana je zaključna misao.

## 2. Teorijska podloga i prethodna istraživanja

Financijski sustav neke zemlje od velike je važnosti za efikasan razvoj gospodarstva. S obzirom na velik broj sudionika koji u okviru njega djeluju, njegovo funkcioniranje strogo je regulirano i uređeno od strane nadležnih organa. Transakcije koje se odvijaju unutar financijskog sustava omogućuju učinkovito funkcioniranje ekonomskog sustava, usmjeravajući raspoloživa sredstva od suficitnih prema deficitnim izvorima.

### 2.1. Osvrt na financijski sustav Republike Hrvatske

Financijski sustav može se definirati kao skupina tržišta, institucija i propisa koji omogućuju alokaciju resursa unutar vremena i prostora, a svoj osnovni cilj ispunjava kroz pet glavnih funkcija: mobilizaciju štednje, raspodjelu resursa, korporativnu kontrolu, upravljanje rizicima i olakšavanje razmjene dobara i usluga (Dalić, 2004: 45).

Hrvatska narodna banka (HNB) daje definiciju financijskog sustava Republike Hrvatske (RH) navodeći kako „financijski sustav neke zemlje čine njezina valuta i platni sustav, financijska tržišta, financijske institucije te institucije koje reguliraju i nadziru njihov rad“ (hnb.hr, 2023). Središnja točka financijskog sustava u Republici Hrvatskoj su kreditne institucije, čiji rad nadzire i uređuje HNB.

#### 2.1.1. Povijesni razvoj financijskog sustava

Važan razlog za nastanak financijskog sustava, odnosno financijskih institucija i tržišta je asimetrija u distribuciji informacija, troškovi prikupljanja informacija i rukovanje transakcija. Različite kombinacije informacija i troškova transakcija dovode do različitih karakteristika i organizacijskih struktura financijskih tržišta i institucija. Tradicionalno, povezanost između financijskog sustava i ekonomske aktivnosti se tumačila putem razlika u tome kako bankovni sustavi (u kojima prevladavaju banke) i tržišni sustavi (kojima dominira tržište kapitala) obavljaju gore navedene funkcije (Dalić, 2002: 29-30).

Olgić Draženović i dr. (2015) navode kako evolucijski proces financijskog sustava započinje s uključivanjem i zastupljenosti drugih financijskih instrumenata i institucija na tržištu, osim banaka koje su u fazi začetaka financijskih sustava imale dominantnu ulogu u ekonomiji. Takvi nerazvijeni financijski sustavi sastojali su se od tržišta novca (tržište kapitala bilo je nerazvijeno) na kojemu se odvijala međubankovna trgovina, manjka broja i vrsta financijskih

posrednika te, posljedično, od ograničenog broja i vrste financijskih instrumenata kojima se trgovalo. Nakon prve, bankarske faze, uslijedila je orijentacija na tržište, pojavljuju se institucionalni investitori s novim financijskim proizvodima, čime se počinju razvijati tržišta kapitala na kojima se trgovalo državnim obveznicama, a vrlo malim dijelom dionicama. Iako su banke i dalje ostale primarni izvor financiranja poduzeća, u ovoj fazi smanjuje se koncentracija depozita u bankama od kućanstava, a krediti više nisu glavni izvor financiranja poduzeća. U fazi sekuritizacije razvijeno je tržište kapitala na kojima se pojavljuju novi i evoluiraju postojeći vrijednosni papiri (izvedenice), a kredite su zamijenili korporativne obveznice i komercijalni vrijednosni papiri. Na tržištu se pojavljuju brojni financijski posrednici (rejting agencije, institucionalni investitori, investicijske banke), dok tradicionalno bankarstvo gubi na važnosti. Posljednja faza u razvoju financijskog sustava odnosi se na razvijenost tehnika i oblika financiranja koje prati visoki obujam trgovanja na tržištima.

U 90-im godinama 20. stoljeća financijski sektor RH u usporedbi s ostalim tržišnim gospodarstvima nije bio dovoljno razvijen, a bankarski sektor bio je najvažniji segment financijskog posredništva budući da su banke tada bile glavni akteri na tržištu, a tek manji dio odnosio se na druge institucije koje su se tada tek počele razvijati. Zagrebačka burza kao hrvatsko tržište kapitala osnovano je 1995. godine, ali je 1995. godine počelo napredovati s tek nekoliko uvrštenih dionica od nekolicine poduzeća (trgovanje na sekundarnom tržištu). O brzini napredovanja Zagrebačke burze govori činjenica da se ukupni promet u 1997. godini povećao na 335 mil. USD, što je za deset puta više nego u 1995. godini (Škreb, 1998: 14). Tada se na tržištu kapitala spominju i drugi akteri koji u većoj mjeri sudjeluju u transakcijama i upravljaju značajnijim iznosima sredstava, a to su mirovinski fondovi i osiguravajuća društva.

### 2.1.2. Funkcije i elementi financijskog sustava

Svako financijsko tržište ima svoje sastavne dijelove, odnosno elemente od kojih se sastoji, a to su financijska tržišta, financijske institucije i financijski instrumenti.

Cingula i Klačmer Čalopa (2012) navode kako pojam financijskog tržišta čini kombinacija dvije međusobno povezane riječi koje označavaju proces financiranja i mjesto na kojem se taj proces odvija.

Sukladno tome, autori daju definiciju financijskog tržišta kao „zajednički naziv za sva specijalizirana, međusobno povezana tržišta, na području neke zemlje na kojima se susreću ponuda i potražnja za različitim financijskim instrumentima“ (Cingula, Klačmer Čalopa,

2012:13), gdje financijski instrumenti označavaju novac i njegove surrogate te sve vrste vrijednosnih papira.

Prema istim autorima, financijsko tržište je, kao i svako drugo tržište, mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja temeljem čega se formira cijena, odnosno potpuno je otvoreno konkurentskom djelovanju, a instrumenti kojima se na njima trguju mogu biti primarni (novac, ček, potraživanja, financijske obveze, vlasnički instrumenti) i sekundarni (financijski derivati, garancije, akreditivi i slične izvanbilančne stavke).

Orsag i Dedi (2014) kategoriziraju financijske institucije u tri osnovne kategorije: depozitarne i investicijske financijske institucije te na financijske posrednike. Depozitarne institucije su komercijalne banke, štedionice, štedno kreditne zadruge i slično, a njihova glavna djelatnost je štednja i skupljanje depozita. Investicijske institucije nazivaju se još i institucionalnim investitorima, a odnose se na investicijske fondove, mirovinske i socijalne fondove te osiguravajuća društva. Financijski posrednici mogu biti pojedinci ili društva koji se bave trgovanjem vrijednosnih papira, a to su brokeri, dileri, investicijski bankari i slično.

Olgić Draženović i dr. (2015) navode kako je financijski sustav „zrcalo gospodarskog dostignuća svake zemlje, jer zdrava privreda zahtijeva efikasan financijski sustav koji kanalizira financijska sredstva prema ekonomski opravdanim investicijama“ (Olgić Draženović i dr., 2015: 166).

Isti autori navode kako razvijena financijska tržišta pridonose nacionalnom ekonomskom rastu, a da se ta razvijenost može mjeriti uspješnosti financijskog sustava u obavljanju svojih temeljnih funkcija. Navodi se pet temeljnih funkcija svakog financijskog sustava:

1. „Napredak u upravljanju rizikom
2. Stjecanje informacija o investicijskim mogućnostima
3. Nadziranje menadžera i korporativno upravljanje
4. Mobilizacija štednje
5. Lakša razmjena dobara i usluga.“ (Levine, 1997: 686)

Osim spomenutih funkcija, autori navode kako financijski sustav mora obavljati sljedeće funkcije:

1. „funkciju štednje

2. platežnu funkciju
3. gospodarsko-političku funkciju
4. alokativnu funkciju
5. funkciju čuvanja kupovne moći domaće valute,
6. kreditnu funkciju,
7. sigurnosnu i likvidnosnu funkciju,
8. lakšu trgovinsku razmjenu dobara i usluga.“ (Grizelj, 2016: 22)

Prem Grizelj (2016) najvažnija funkcija sustava je alokacija štednje najprofitnijim granama te štedna funkcija kojom se vrši transfer štednje prema deficitarnim sektorima. Osim toga, svaki financijski sustav trebao bi osigurati optimalan broj bankovnih institucija i uslužnih mjesta i omogućiti dostupnost financijskih sredstava svakom gospodarskom subjektu (kreditna funkcija). Gospodarsko-politička funkcija odnosi se na strateške ciljeve gospodarske politike koju bi financijski sustav trebao podupirati i biti u funkciji ostvarenju pune zaposlenosti.

Isti autor navodi kako postoje dva temeljna zadatka svakog financijskog sustava, a to je mobilizacija novčanih sredstava koja služe kao zajam od suficitarnih izvor prema deficitarnim izvorima te usmjeravanja kapitala u profitabilne i ekonomski opravdane pothvate. Bogdan (2010) navodi u svom radu kako se uloga financijskog sustava najviše očituje u njegovoj zadaći da vrši transfer štednje u investicije.

### 2.1.3. Ključni akteri i struktura financijskog sustava

Financijsko tržište, kao dio financijskog sustava, dijeli se na dva najvažnija tržišta, a to su tržište novca i tržište kapitala. Razlika između navedena dva tržišta ponajprije se očituje u vremenu trgovanja i držanja vrijednosnih papira. Kod tržišta novca trgovanje se odvija kratkoročnim vrijednosnim papirima, gdje se tekući višak sredstava usmjerava prema izvorima koji teže kratkoročnom financiranju (period kraći od jedne godine) (Novak, 2002: 199).

Za razliku od tržišta kapitala, na tržištu novca transakcije se dogovaraju telefonski i/ili elektronički, a budući da se te transakcije sastoje od velikih vrijednosti, tržište novca uglavnom je tržište na veliko. Još jedna važna karakteristika tržišta novca je ta što njegovi sudionici ne teže ostvarivanju velikih dugoročnih prinosa, nego kratkoročnom financiranju i većem prinosu nego kod držanja novca u banci (Mishkin, Eakins, 2012: 215-218).

Instrumenti kojima se na tržištu novca trguje su niskog rizika i visoke likvidnosti budući da se radi o brzounovčivim vrijednosnim papirima. Prema Mishik i Eakinsu (2012) svi instrumenti tržišta novca imaju zajedničke osnovne karakteristike:

- predstavljaju kratkoročne vrijednosne papire (dospijevaju unutar jedne godine),
- vrlo su sigurni za ulagače,
- prodaju se u velikim apoenima,
- instrumenti imaju uglavnom aktivno sekundarno tržište.

Najzastupljeniji instrumenti tržišta novca su trezorski zapisi, blagajnički zapisi, komercijalni zapisi te repo prodaja i kupnja (Klačmer Čalopa i Cingula, 2012: 23). Trezorski zapis je dužnički vrijednosni papir koji se prodaje na aukcijama, a kojeg izdaje Vlada kako bi se pokrio deficit državnog proračuna. Budući da ih izdaje Vlada, gotovo nemaju rizika neplaćanja te su vrlo likvidni sukladno kratkom dospelju i aktivnom sekundarnom tržištu (Saunders, Cornet, 2012: 124).

Blagajničke zapise izdaje Hrvatska narodna banka (HNB) uz diskont, a kao i trezorski zapisi, prodaju se na aukcijama, ali s kratkim rokom dospelja od 35 dana. Kupuju ih banke, štedne banke, podružnice inozemnih banaka sa sjedištem u Hrvatskoj te Hrvatska banka za obnovu i razvitak. Komercijalni zapisi, s druge strane, nisu osigurani, a izdaju ih tvrtke kako bi prikupili gotovinu za financiranje kratkoročnih potreba po nižoj kamatnoj stopi nego kreditiranjem kod banaka (Pavić Kramarić, 2016: 134-135).

Ugovor o reotkupu (repo posao) je „prodaja i ponovna kupnja vrijednosnih papira na unaprijed točno dogovoreni datum (najčešće za 3 do 14 dana) po unaprijed dogovornoj cijeni“ (Pavić Kramarić, 2016: 168).

Već je istaknuta glavna razlika između tržišta kapitala i tržišta novca koja se odnosi na period držanja financijskih instrumenata. Sukladno tome, tržište kapitala obuhvaća tržište dugoročnih vrijednosnih papira i dogovorno tržište dugoročnih kredita, a može biti primarno i sekundarno (Pavić Kramarić, 2016: 140) .

Na hrvatskom tržištu kapitala, prema HANFA-i, postoje sljedeći sudionici:

- ulagatelji u financijske instrumente, odnosno investitori, kupci,
- emitenti (izdavači) vrijednosnih papira,

- financijski posrednici,
- izdavatelji vrijednosnih papira i ostalih financijskih instrumenata
- tržišni operater, odnosno Zagrebačka burza d.d.
- Središnje klirinško depozitarno društvo d.d.

U širem smislu, prema HANFA-i, sudionici obuhvaćaju brokere, dilere, investicijske savjetnike, investicijske bankare, vezane zastupnike, investicijska društva, kreditne institucije i ostale financijske posrednike. Zagrebačka burza je operater multilateralne trgovinska platforme (MTP), a Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD) obavlja funkciju operatora središnjeg depozitorija za nematerijalne vrijednosne papire i druge nematerijalizirane financijske instrumente te je također operater Fonda za zaštitu investitora.

Najpoznatiji instrumenti tržišta kapitala su dionice i obveznice kao vlasnički i dužnički vrijednosni papiri, a moguća je i kombinacija te dvije vrste (npr. preferencijalne dionice, dohodovne obveznice i sl.). Osim toga, postoje i hibridni vrijednosni papiri koji su izvedeni iz emisije spomenutih, osnovnih vrijednosnih papira, a koji se nazivaju izvedenicama ili derivatima (Orsag, 2011: 352).

Dionice su vlasnički vrijednosni papiri koji predstavljaju vlasništvo u kapitalu poduzeća. Kupnja dionice osim prinosa omogućuje i isplatu dividendi i kapitalni dobitak. Dok su instrumenti tržišta novca sigurni, uz manji povrat na uloženo, dionice uključuju veći rizik koji, osim potencijalnog gubitka, omogućuje i veći prinos na uložena sredstva. Obveznica je dužnički financijski instrument, a svojim karakteristikama odgovaraju klasičnom zajmu. U odnosu na dionice obveznice su manje rizične, ali uz njih se ostvaruje i manja zarada (Van Horne, Wachowicz, 2008: 69), a na tržištu kapitala postoje razne vrste dionica i obveznica te kombinacije istih.

#### 2.1.4. Regulatorni okvir financijskog sustava

Financijski sustavi svake nacionalne ekonomije su izuzetno regulirani budući da direktno utječu na financijsku stabilnost. Olgić Draženović i dr. definiraju regulaciju financijskog sustava kao „definiranje pravila i postavljanje kontrolnih mehanizama za operacije financijskih institucija i tržišta“ (Olgić Draženović i dr., 2015: 1), s ciljem osiguranja stabilnosti sustava, utjecaja na ponašanje davatelja financijskih usluga te zaštite investitora.



Hrvatska narodna banka (HNB) je središnja banka RH koja po Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci ima utvrđen položaj, ustroj, poslove, ovlaštenja i sl., a osnovni cilj HNB-a je održavanje financijske stabilnosti i stabilnosti cijena (Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, NN 75/2008, čl. 3.). Zakon uređuje i zadatke HNB-a koji uključuju provođenje i određivanje devizne i monetarne politike, izdavanje novca i upravljanje pričuvama, supervizije i nadzora kreditnih institucija, kreditnih unija, institucija za platni promet te ostalih poslova utvrđenih člankom 4. Zakona.

HANFA je tijelo koje ima zadaću nadzirati financijska tržišta i institucije te pravne i fizičke osobe koje pružaju financijske usluge. Sukladno tome, HANFA-inom nadzoru podliježu su uređena javna tržišta i burze, izdavatelji vrijednosnih papira, investicijska društva i investicijski savjetnici, brokери, vezani zastupnici, središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD), društva za osiguranje i reosiguranje te društva za upravljanje investicijskim fondovima i fondovi kojima upravljaju, mirovinska i osiguravajuća društva i drugi (Hanfa.hr, 2023). HANFA je nastala spajanjem Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor mirovinskih fondova i Direkcije za nadzor društva za osiguranje.

Kod regulacije financijskog sustava potrebno je spomenuti i Ministarstvo financija Republike Hrvatske (MFRH) koje izrađuje nacрте prijedloga zakona i propisa na kojima se temelji poslovanje HNB-a i HANFA-e, a time direktno i rad financijskih institucija i tržišta (Ministarstvo financija RH, 2023).

## 2.2. Pojam i uloga investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

Financijska tržišta čine vrlo značajan segment financijskog sustava neke zemlje budući da uključuju aktivnosti različitih financijskih institucija s ciljem prikupljanja potrebnih financijskih sredstava za razvoj poduzeća i drugih sudionika, bez potrebe zaduživanja kod kreditnih institucija. Glavni akteri na financijskom tržištu uključuju investitore, korisnike kapitala, posrednike i državu, kako su istaknuli Cingula i Klačmer Čalopa (2012). Jedan od najznačajnijih sudionika koji dominira globalnim financijskim tržištima su investicijski fondovi, odnosno društva koja njima upravljaju. Razlog za to nalazi se u činjenici koju navode Mishkin i Eakings (2005) da investicijski fondovi omogućuju pojedincima i kućanstvima ulaganje svojih slobodnih financijskih sredstava u različite financijske instrumente poput dionica i obveznica, a tako uložnim sredstvima upravljaju profesionalci, čime se osigurava

sigurnost i profesionalno vođenje investicija. Cingula i Klačmer Čalopa (2012) ističu važnost društava za upravljanje investicijskim fondovima kao posrednika i veličinu investicijskih fondova na financijskom tržištu, navodeći kako je prije 20 godina u Sjedinjenim Američkim Državama bio veći ukupni kapital uključen u investicijske fondove nego u sve banke zajedno, a budući da je ta važnost od tada u neprestanom porastu, danas su fondovi još značajniji i veći sudionici na tržištima.

### 2.2.1. Pojmovno određenje investicijskih fondova

Investicijski fondovi danas su izrazito popularni među investitorima zbog nedostatka stručnosti u području ulaganja, poslovanja na tržištu kapitala i/ili odabira vrijednosnih papira i drugih sredstava kako bi ostvarili sigurno i diversificirano ulaganje. Fondovi omogućavaju investitorima koji raspolažu s viškom financijskih sredstava plasiranje na financijska tržišta i ostvarenje potencijalnih prinosa, a budući da s njihovim ulozima raspolaže profesionalno osoblje, ne moraju nužno imati potrebno znanje i iskustvo.

„Investicijski fondovi prikupljaju novčana sredstva od velikog broja ulagača i usmjeravaju ih u različite financijske instrumente“ (Alajbeg, Bubaš, 2001: 42). Svaki investitor koji odluči uložiti u investicijski fond stječe određeni udio u ukupnom portfelju fonda, čime postaje izravni vlasnik tih udjela (dionica) fonda, a posredni vlasnik određenog dijela svakog financijskog instrumenta koji je taj fond kupio (Alajbeg, Bubaš, 2001: 42).

Prema Zakonu o investicijskim fondovima pojam fonda obuhvaća pravnu osobu ili zasebnu imovinu, čije je osnivanje i poslovanje određeno Zakonom, a fondom se smatra „svaki pravni subjekt, društvo ili zasebna imovina, bez obzira na pravni oblik, u kojoj se sudjelovanje - bilo putem dionica, udjela ili kakvog prava - nudi s ciljem prikupljanja uloga u gotovom novcu te s izričitom namjerom ulaganja više od 60 % tih uloga u portfelj vrijednosnih papira, novčanih depozita i svih drugih vrsta imovine, pri čemu investitori nemaju svakodnevni nadzor nad donošenjem odluka o ulaganjima, a osnovni je cilj osigurati investitorima povrat na njihova ulaganja, i to bilo u dobiti ili kakvoj drugoj koristi“ (Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05, čl. 3.).

Ulaganje u investicijske fondove nosi niz prednosti koje proizlaze ponajviše iz diversifikacije. Fondovi agregiraju sredstva prikupljena od mnogo ulagača i ulažu ih na financijskim tržištima

u velik broj različitih vrijednosnih papira. Kod otvorenih investicijskih fondova diversifikacija je ograničena prema regulacijama. Društva za upravljanje takvim fondovima ne smiju ulagati više od 10 % neto vrijednosti imovine u nekotirane i nedavno kotirane financijske instrumente i vrijednosne papire tržišta novca, čime se potiče ulaganje u likvidnije (kotirane) vrijednosne papire. Nadalje, najviše 10 % portfelja može biti uloženo u vrijednosne papire samo jednog izdavatelja (Čulinović-Herc, 2006:72). Sukladno navedenom, ulaganja u investicijske fondove su vrlo sigurna i likvidna zbog profesionalnog upravljanje imovinom i velike disperzije rizika. Morić Milovanović i Galetić (2006) u svom radu ističu nekoliko osnovnih karakteristika investicijskih fondova, a ističu likvidnost, sigurnost ulaganja i siguran prinos. Također naglašavaju postojanje određenih troškova ulaganja, ali i prednost nepostojanja poreza, kao i osiguranu privatnost podataka vlasnika udjela i mogućnost redovnog informiranja o stanju ulaganja.

Investitori imaju mogućnost povlačenja svojih sredstava iz investicijskog fonda u bilo kojem trenutku, bez plaćanja ikakve izlazne provizije, što prema Morić Milovanović i Galetić (2006) investicijske fondove čini vrlo likvidnima. Ulaganja u fondove omogućavaju disperziju rizika što ih čini prema Brigham i Houston (2004) sigurnim za ulagače te osigurava siguran prinos. U usporedbi s drugim oblicima štednje, kao što su banke, investiranje u nekretnine i osiguranje, fondovi se često smatraju jednim od najboljih načina za dugoročnu štednju zbog prednosti koje su prethodno navedene. Investicijskim fondovima upravljaju društva za upravljanje, kod kojih se investitori u svakom trenutku mogu informirati o svojim udjelima i ostalim informacijama. Iako su troškovi ulaganja obično niski, postoje određeni troškovi koji se mogu naplatiti. Takvi troškovi najčešće uključuju ulaznu naknadu, naknadu za upravljanje te troškove povezane s izdavanjem dokumenata (izlazna naknada obično se ne obračunava). Ulazna naknada obično ne prelazi 3 % vrijednosti ulaganja, dok naknada za upravljanje obično ne prelazi 2 % vrijednosti imovine fonda. Troškovi izdavanja dokumenata, isplate i ostali drugi troškovi ne prelaze 5 % vrijednosti dokumenata o udjelu. Društva za upravljanje čuvaju sve informacije i evidencije o udjelima i investitorima kao poslovnu tajnu, tako da je privatnost podataka vlasnika udjela osigurana (Morić Milovanović, Galetić, 2006: 82).

Najefikasnije i profesionalno upravljanje sredstvima ulagača koji investiraju u fondove obavlja se putem društava za upravljanje, koja istovremeno osnivaju investicijske fondove. Njihova djelatnost je upravo što im naziv i govori, tj. „ulaganje novčanih sredstava u vlastito ime i za račun imatelja udjela otvorenih investicijskih fondova i u ime i za račun dioničara zatvorenih

investicijskih fondova, kao i obavljanje drugih poslova koji su određeni Zakonom o investicijskim fondovima“ (Jurić, 2008: 5-6). Društva za upravljanje su „najznačajniji institucionalni investitori koji kanaliziraju uštedevine pojedinaca na tržište kapitala“ (Orsag, Dedi, 2014: 88).

Poslovanje i osnivanje društava za upravljanje investicijskim fondovima nadzire HANFA na temelju Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN, 76/22) i Zakona o alternativnim investicijskim fondovima (NN 110/21). Otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (UCITS fondovi) su u RH značajniji za tržište kapitala u odnosu na zatvorene, budući da je „ulazak i izlazak ulagatelja jednostavniji i brži u otvorenim investicijskim fondovima, to su oni na hrvatskom financijskom tržištu i zastupljeniji, kao i zbog činjenice da ih najčešće osnivaju banke“ (Jurić, 2008: 2).

Da bi se osnovao investicijski fond, potrebno je odobrenje ili registracija od nadležnog regulatornog tijela, što je u ovom slučaju Komisija za vrijednosne papire. Fondovi se osnivaju radi „javnog prikupljanja novčanih i imovinskih sredstava javnom prodajom, odnosno izdavanjem dokumenata o udjelu u fondu ili dionicama, čija se sredstva, uz poštovanje načela sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i razdiobe rizika ulažu u vrijednosne papire i/ili nekretnine te u depozite u financijskim institucijama“ (Morić Milovanović, Galetić, 2006: 81).

Osim davanja odobrenja za osnivanje i poslovanje, Komisija donosi Pravilnike, smjernice i upute koji reguliraju izdavanje odobrenja za rad i osnivanje fondova te pravila za upravljanje društvima. Ova regulativa ima ključnu ulogu u osiguravanju transparentnosti, integriteta i sigurnosti za ulagače u investicijske fondove.

Društva za upravljanje imaju obvezu, prema Zakonu, pridržavanja načela savjesnosti i poštenja tijekom svog poslovanja te s posebnom pažnjom slijediti pravila struke u obavljanju svojih dužnosti. Nadalje, dužna su održavati dovoljno gotovine i brzo unovčive imovine kako bi ispunili svoje dospjele kratkoročne obveze. Isto im osigurava likvidnost i solventnost omogućavajući kontinuirano ispunjavanje svojih obveza. (Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05, čl. 30.). Osim toga, kao što je već spomenuto, Jurić (2008) ističe kako su društva tijekom obavljanja svog poslovanja prema Zakonu o investicijskim fondovima dužna „podatke o dioničarima, imateljima udjela, stanju udjela, te uplatama i isplatama čuvati kao poslovnu tajnu društva za upravljanje, a mogu ih priopćavati samo na temelju sudskog naloga, zahtjeva određenog imatelja udjela ili dioničara te depozitnoj banci“ (Jurić, 2008: 26).

Prilikom obavljanja svoje djelatnosti, društva imaju obvezu upravljanja imovinom i poslovanja u skladu sa svim relevantnim zakonima i propisima. Također, dužna su osigurati plan i postupke za rješavanje sukoba interesa s fondovima kojima upravljaju te osigurati pouzdanost i jasnoću sadržaja u svojim oglasima i promidžbenim sadržajima. Osim toga, društva su dužna voditi poslovne knjige i ostalu dokumentaciju sukladno odredbama Zakonom o investicijskim fondovima i posebnim propisom (npr. dostavljati depozitnoj banci podatke o transakcijama pojedinih fondova te o svojim vlastitim računima, podnositi nadzornom tijelu redovita i periodična izvješća itd.) (Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05, čl. 30). Društvo za upravljanje investicijskim fondovima mora uspostaviti sustav upravljanja rizicima te pratiti i mjeriti rizičnost instrumenata u portfelju (Jurić, 2008: 32). Ako se društva za upravljanje ne zaštite od različitih rizika s kojima se mogu suočiti tijekom svog poslovanja, kao što su rizik ulaganja, rizik likvidnosti ili rizik od promjene tečaja, postoji mogućnost ostvarivanja negativnog prinosa. (Hrportfolio.hr, 2023).

Investicijski fond je moguće osnovati kao dioničko društvo, koje može izdavati samo dionice koje glase na ime, ili kao društvo s ograničenom odgovornošću, s minimalnim kapitalom od jednog milijuna kuna. Ako društvo ne osnuje fond u roku od jedne godine nakon dobivanja odobrenja, odobrenje za obavljanje poslovanje prestaje vrijediti (Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05, čl. 22.).

Da bi se omogućila javna ponuda i poziv na kupnju dokumenata o udjelu otvorenih fondova ili za upis dionica zatvorenog fonda, društvo za upravljanje mora dostaviti Komisiji za vrijednosne papire prospekt. Prospekt sadrži informacije i podatke koji omogućuju ulagačima stjecanje uvida o stvarnom stanju fonda (Morić Milovanović, Galetić, 2006: 81).

Nakon stjecanja odobrenja od strane Komisije, društva za upravljanje UCITS fondovima obvezna su uplatiti punu cijenu izdavanja, koja predstavlja vrijednost udjela u imovini, zajedno s iznosom za pokrivanje troškova izdavanja, a prije izdavanja dokumenata o udjelu. Kod zatvorenih investicijskih fondova društva ne smiju upravljati dionicama koje imaju različita prava niti izdavati povlaštene dionice. Također, sve dionice fonda moraju biti uplaćene u cijelosti (u novcu, vrijednosnim papirima ili drugim pravima). U usporedbi s otvorenim fondovima, godišnja naknada za upravljanje zatvorenih fondova obično je manja zbog nižih marketinških troškova. (Cingula, Klačmer Čalopa, 2012: 58-59).

Osnivanje i poslovanje investicijskih fondova i društva za upravljanje investicijskim fondovima nadzire HANFA sukladno zakonima, a na temelju kojih donosi pravilnike, mišljenja, smjernice te upućuje na usklađenost sa zakonima Europske unije kako bi se osigurao integritet i stabilnost tržišta te zaštitili interesi ulagača i javnosti u cijelosti. Zakoni kojima se uređuje poslovanje investicijskih fondova su:

- Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16, 126/19, 110/21, 76/22),
- Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18, 126/19, 110/21),
- Zakon o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN 99/2018).

Osim navedenih zakona, na mrežnim stranicama HANFA-e mogu se pronaći službena mišljenja i službena stajališta, pravilnici, smjernice, dokumenti, zakoni o provedbi Uredbi Europske unije te usvojene EU regulative kojima je postavljen zakonski okvir poslovanja i osnivanja investicijskih fondova (Hanfa.hr., 2023).

#### 2.2.2. Povijesni razvoj investicijskih fondova

Tijekom druge polovice 18. stoljeća u Velikoj Britaniji nastupila je kriza zbog bankrota dvije banke. Kao odgovor na nastalu krizu Abraham van Ketwich (amsterdamski posrednik nekretnina i trgovac) 1772. godine osnovao je prvi investicijski fond pod nazivom *Eendragt Maakt Magt* (u prijevodu „jedinstvo čini snagu“) s ciljem zaštite pojedinačnih investitora i smanjenja rizika distribucijom ulaganja u više različitih fondova, a najviše se koncentrirao na obveznice. Likvidacija fonda uslijedila je 1824. godine, do kada je je u Nizozemskoj osnovano nekoliko fondova kako bi uži krugovi investitora ostvarili zaradu (zatvoreni investicijski fondovi), a kasnije i fondovi dostupni široj javnosti za kolektivno ulaganje. S ciljem ulaganja na inozemnim tržištima u Nizozemskoj je 1822. godine osnovan *Investment trust*, a fondovi su se pojavili i u Velikoj Britaniji, Švicarskoj, Francuskoj, Škotskoj i Sjedinjenim Američkim Državama, gdje je prvi fond osnovan 1890. godine (Čulinović-Herc i dr., 2013: 25-27). U Londonu je 1868. godine osnovana zaklada koja je nosila neke karakteristike investicijskih fondova, budući da se prodavao fiksni broj dionica po cijeni određenoj ponudom i potražnjom na financijskom tržištu.

Do 1924. godine manji broj fondova je bio otvorenog tipa, dok nije osnovan prvi otvoreni fond *Massachusetts Investors Trust* u Bostonu. Portfelj fonda sastojao se od 45 dionica i imao je ukupnu aktivu od 50.000 USD. Ova činjenica naglašava važnost i potencijal investicijskih fondova, budući da su se ti iznosi u samo jednoj godini povećali 392.000 USD u ukupnoj aktivu i privukli više od 200 dioničara (beursgeschiedenis.nl, 2023).

Velika svjetska ekonomska kriza koja je uslijedila 1929. godine usporila je razvoj industrije fondova, a njihova veličina i popularnost ponovno raste 50-ih i 60-ih godina kada se pojavilo na tisuće različitih fondova (bueersgeschiedenis.nl, 2023). Takav rast popularnosti investicijskih fondova uočava se i danas, a o rastućoj važnosti investicijskih fondova govori i Moles i dr. (2011) koji su istaknuli povećanje imovine investicijskih društava za više od četiri puta u razdoblju od 1994. do 2009. godine, što je prikazano u Tablici 1.

Tablica 1. Prikaz ukupne neto imovine investicijskih fondova, 1995. i 2009. godina

Vrsta fonda	Ukupna neto imovina, u milijardama USD	
	1995.	2009.
Otvoreni uzajamni fondovi	2.811	11.121
Burzovni fondovi	1	777
Zatvoreni fondovi	143	228
Jedinični investicijski fondovi	73	38
<b>Ukupno</b>	<b>3.028</b>	<b>12.164</b>

Izvor: prilagodba autora prema podacima iz Moles i dr. (2011: 605-606)

Iz prikazane tablice uočava se kako otvoreni fondovi (engl. *Open-end mutual funds* ili samo *mutual funds*) čine više od 90 % ukupne neto imovine investicijskih društava u 2009. godini, sa gotovo 12 bilijuna dolara. Taj podatak potvrđuje važnost investicijskih fondova, budući da je iste godine, prema Moles i dr. (2011), vrijednost svih dionica izlistanih na NASDAQ i NYSE

iznosila nešto više od 15 milijardi dolara. Jedinični investicijski fondovi navedeni u tablici su manje zastupljeni od ostalih vrsta fondova, a to su „fondovi koji ulažu u fiksni broj vrijednosnica, određeni broj udjela se prodaje na sekundarnim tržištima, imaju određen vijek trajanja, a po isteku vlasnici udjela dobivaju gotovinu“ (Samodol, 1999: 46).

Čulinović-Herc i dr. (2013) povezuju pojavu investicijskih fondova u Hrvatskoj s razvojem hrvatskih burzi te osnivanjem Komisije za vrijednosne papire 1995. godine te Središnje depozitarne agencije 1997. godine (Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/1995). Donošenjem Zakona o privatizacijskim investicijskim fondovima (NN 109/97) i pokretanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova te donošenjem Zakona o investicijskim fondovima (107/95) stvoreni su pravni okviri za razvoj fondova ti omogućena je transformacija velikog broja poduzeća u privatno vlasništvo. Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima, Fondinvest, osnovano je ubrzo nakon toga, odnosno 1997. godine, a uskoro su i vodeće banke krenule s osnivanjem vlastitih društava za upravljanje, pa su tako 1998. godine osnovani PBZ Invest, Erste Invest, Hypo Alpe-Adria Invest i mnogi drugi (Jurić, 2005: 388-391). Nakon 2001. godine počeo je velik rast investicijskih fondova kada su gotovo sve vodeće banke u Hrvatskoj samo u otvorenim fondovima držale oko 2,5 mil HRK, a 2002. godine s radom započinju i mirovinski fondovi koji su imovinom nadmašili investicijske fondove. Nakon toga broj investicijskih fondova bilježi značajan porast, a njihova uloga na tržištu vrijednosnih papira sve je važnija. Tako su društva za upravljanje investicijskih fondova 2007. godine raspolagala sa preko rekordnih 33 mlrd. HRK. Njihov rast usporio se od 2008. godine sukladno velikoj svjetskoj krizi koja je uslijedila, a od 2013. godine je ponovno uslijedio oporavak te konstantan rast broja investicijskih fondova, društava koja njima upravljaju i vrijednosti imovine kojom raspolažu. Društva za upravljanje investicijskim fondovima 2022. godine raspolažu sa 4,8 mlrd. HRK imovine, a iako vrijednost imovine do danas nije dosegla iznos od 2007. godine, u stalnom je porastu te u odnosu na ostale sudionike na tržištu kapitala, značajno pridonosi njegovom rastu i razvoju (HANFA, Godišnje izvješće 2008: 21-25; Godišnje izvješće 2021: 20-24).

### 2.2.3. Vrste investicijskih fondova

Investicijske fondove moguće je klasificirati prema različitim kriterijima. Prema primjenjivosti opsega kapitala i pravnoj osobnosti, moguće je razlikovati otvorene i zatvorene investicijske fondove. Otvorene investicijske fondove (engl. *Unit trusts*, *Common funds*, *Open-end funds*, *Mutual funds*) karakterizira nepostojanje svojstva pravne osobe i sloboda prilikom izdavanja



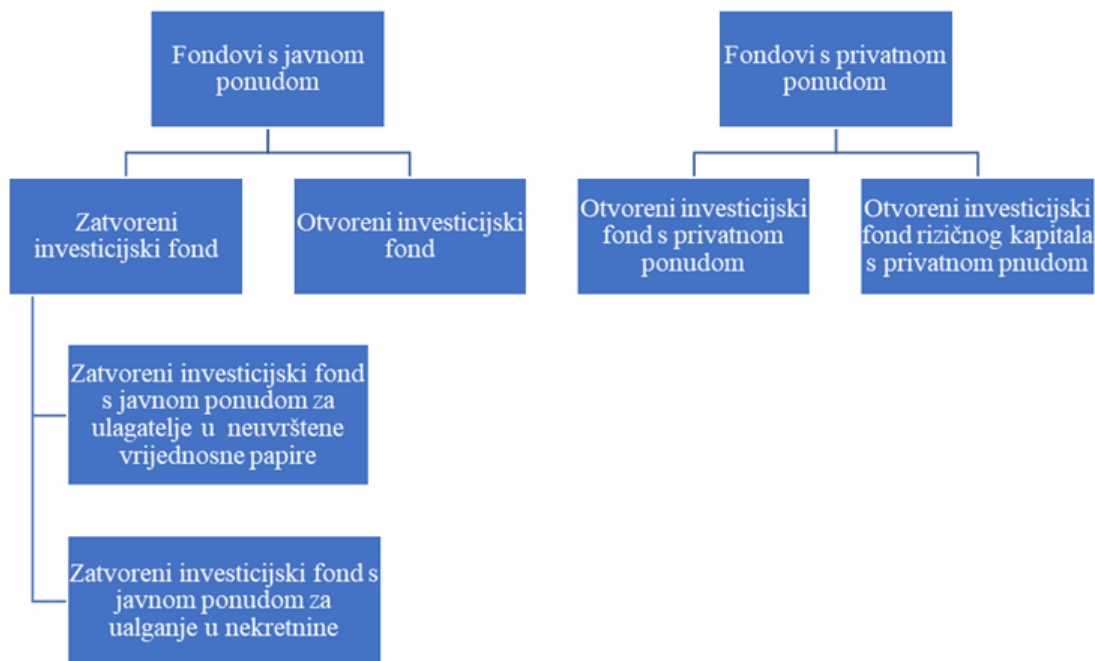
količine udjela, čime je posljedično omogućen neprekidan rast imovine te koncentracija ulaganja u prenosive vrijednosne papire i druga likvidna financijska sredstva. Međutim, moguće je zatvaranje fonda za nova ulaganja ukoliko imovina fonda naraste do razine koja onemogućuje učinkovito postizanje ciljeva (Jurić, 2008: 3-4).

Kod zatvorenih investicijskih fondova (engl. *Closed-end funds, Investment companies*) kapital se prikuplja javnom ponudom dionica, a prikupljena sredstva se ulažu na financijskom tržištu. Zatvoreni fondovi osnivaju se kao dionička društva, a u odnosu na otvorene fondove, cijena dionica ne mora biti jednaka vrijednosti imovine koju fond drži, već je uvjetovana ponudom i potražnjom na tržištu kapitala (Jurić, 2008: 4). Zatvoreni fondovi manje su popularni u odnosu na otvorene zbog manje likvidnosti neotkupivih udjela (Mishkin, Serletis, 2011: 303).

Iz prethodne podjele moguće je kategorizirati fondove s obzirom na način prikupljanja kapitala, pa se razlikuju fondovi koji prikupljaju sredstva javnom ili privatnom ponudom. Prethodno spomenuti zatvoreni investicijski fondovi sredstva prikupljaju javnom ponudom svojih dionica, dok otvoreni fondovi isto čine javnom i privatnom ponudom (Jurić, 2008: 4).

Razlika između javne i privatne ponude prikazana je Zakonom o investicijskim fondovima: „Javna ponuda je bezuvjetni poziv za kupnju udjela ili dionica u fondu upućen neodređenom broju osoba, na način određen ovim Zakonom. [...] Privatna ponuda je bezuvjetni poziv za kupnju udjela ili dionica u fondu upućen određenom broju osoba, na način određen ovim Zakonom“ (Zakon o investicijskim fondovima, NN 150/05, čl. 11.).

Nadalje, Zakon o investicijskim fondovima (čl. 12., čl. 13. i čl. 14.) navodi podjelu fondova s javnom i privatnom ponudom u Hrvatskoj kako je prikazano na Slici 1.



Slika 1. Vrste investicijskih fondova s javnom i privatnom ponudom

Izvor: izrada autora prema podacima iz ZIF (NN 150/05: čl. 12.-čl. 14.)

Novim Zakonom o investicijskim fondovima iz 2005. godine zakonodavstvo je usklađeno s Direktivnom UCITS III što je rezultiralo uređenjem novih oblika investicijskih fondova. Ovi fondovi podijeljeni su na fondove s javnom ponudom (koji uključuju otvorene fondove s javnom ponudom i zatvorene investicijske fondove) te fondove s privatnom ponudom (otvoreni investicijski fondovi i fondovi rizičnog kapitala) (Čulinović-Herc i dr., 2013: 53-54).

Otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom nazivaju se i UCITS fondovi (engl. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), a regulirani su Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima, dok su alternativni investicijski fondovi (AIF) uređeni Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima. Temeljna razlika između navedene dvije vrste fonda je u tome što su UCITS fondovi namijenjeni širokom krugu investitora, a AIF-ovi iskusnijim investitorima sa određenim znanjem o investiranju. AIF fondovi omogućavaju širi raspon ulaganja u razne vrste financijske imovine u odnosu na UCITS fondove, dok su s druge strane UCITS fondovi strože i detaljnije regulirani budući da je njihovo poslovanje regulirano na razini cijele Europske unije (HANFA, 2023: 1-5).

Kriterij investicijskih ciljeva dijeli UCITS fondove na više vrsta, odnosno postoje fondovi koji ulažu u obveznice, mješoviti fondovi, fondovi tržišta novca te posebni fondovi. Najveći dio

svih ulaganja fondova odnosi se na ulaganje u dionice, zatim ulaganja na tržištu novca te ulaganja u obveznice (Hrportfolio.hr, 2023).

Obveznički fondovi i fondovi tržišta novca predstavljaju konzervativan način ulaganja, uglavnom nisu rizični te ne donose velike prinose. Iako je rast vrijednosti uloga malen, veći je od kamata na oročenu štednju ili štednju po viđenju. Nasuprot tome, dionički fondovi su vrlo dinamični i namijenjeni ostvarivanju dugoročnije zarade. U odnosu na prethodno navedene vrste fondova, ulaganjima ostvaruju veće prinose, ali to znači da mogu biti vrlo rizični te da postoji mogućnost ostvarivanja gubitka. Mješoviti fondovi su umjereno konzervativni, odnosno namijenjeni onim investitorima koji žele veći prinos uz stabilnost i sigurnost ulaganja. S obzirom da ovakvi fondovi uključuju dionice i obveznice, moguće je ostvarivanje gubitka zbog mogućih oscilacija na dioničkim tržištima, a očekivani prinos je umjeren (Hrportfolio.hr, 2023). U RH prema HANFA-i, moguće je razlikovati UCITS fondove i AIF.

#### 2.2.4. Prednosti i nedostaci ulaganja u investicijske fondove

Brojne temeljne prednosti ulaganja u investicijske fondove spomenute su kroz prethodna poglavlja iz kojih proizlaze brojne prilike za ulagače, ali važno je imati na umu i nedostatke koje takva ulaganja obuhvaćaju. Vidicki (2009) navodi prednosti i nedostatke investicijskih fondova s nekoliko aspekata, odnosno s aspekta vlasnika kapitala, s aspekta izdavatelja vrijednosnih papira te aspekta društva za upravljanje investicijskim fondovima.

Vlasnici kapitala plasiranjem sredstava na financijskom tržištu mogu zaraditi veće prihode od bankarskih kamata, budući da je funkcija banaka očuvati vrijednost kapitala, a ne stvaranje kapitala kao što je slučaj kod investicijskih fondova. Kao što je već spomenuto, investiranjem u fondove omogućuje se povećanje početnog uloga, čija vrijednost dodatno raste što je ulaganje dugoročnije, a s aspekta vlasnika kapitala Vidicki (2009) ističe kako su nedostaci individualnog ulaganja prednosti ulaganja u fondove:

- investicija nije koncentrirana samo na jedno mjesto, već se raspoređuje na više mjesta (diversifikacija),
- investitor ne mora biti dobro informiran o tome u što ulaže budući da odluke za njih rade stručnjaci, dok kod individualnog ulaganja može zbog manjka informacija ostvariti gubitak,

- investitor ne mora stalno pratiti događanja na tržištu povezana sa svojom investicijom kako bi reagirao pravovremeno, dok kod individualnih ulaganja ta odgovornost ostaje na samom investitoru.

Kada se govori o ovom aspektu, postoje određeni nedostaci, gdje Vidicki (2009) ističe kako društva za upravljanje investicijskih fondova ne mogu garantirati uspješnost fonda, a čak niti poslovanje iz prethodnih godina ne garantira buduće rezultate. Kao i kod svakog ulaganja, rizik postoji, a nastoji se diversifikacijom izbjeći ili ublažiti. Osim toga, ulaganje u investicijske fondove nosi određene naknade i troškove, ali koji su uglavnom zanemarivi.

Prednosti investicijskih fondova moguće je promatrati i s aspekta izdavatelja vrijednosnih papira. Poduzeća koja planiraju proširenje svoje proizvodnje ili unaprjeđenje svoga poslovanja uvođenjem novih tehnologija i slično, može emitirati vrijednosne papire kako bi prikupili neophodna financijska sredstva i ostvarili postavljene ciljeve. Za razliku od individualnih investitora, poduzeća uglavnom ne teže dugoročnim ulaganjima, a kako bi izbjegla kredite kod poslovnih banaka, ovakav oblik financiranja omogućuje im brži pristup potrebnim sredstvima, a uz to investicijski fondovi preuzimaju niz aktivnosti koje mogu poboljšati poslovanje poduzeća (Vidicki, 2009: 64).

Prednosti investicijskih fondova s aspekta društva koja njima upravljaju moguće je promatrati kroz njihov osnovni interes, a to je naplata naknade za upravljanje fondom te ostalih naknada koje mogu naplaćivati. Kod nekih fondova društva mogu zaračunati ulazne naknade, naknade za upravljanje te izlazne naknade (koje su u pravilu rijetkost), a koje ne iznose više od 2-3 % vrijednosti udjela u fondu ili ukupne imovine fonda. Nasuprot tome, nedostaci za društva za upravljanje povezuju se s pojedinim procedurama za ulaganja stranih investitora u domaće fondove koje su izuzetno složene. Nadalje, društva moraju dnevno u određenom vremenskom periodu izvještavati o vrijednostima i broju investicijskih jedinica, vrijednosti i strukturi imovine fonda, potraživanjima i obvezama, što je tehnički ponekad teško ispuniti (Vidicki, 2009: 64-65).

Također, ono što je moguće zaključiti iz prethodnih poglavlja o investicijskim fondovima, investitorima na početku njihovog ulaganja prethodi odluka o odabiru investicijskog društva i investicijskog fonda, a ulaganjem se gubi kontrola nad uloženim sredstvima, što svaki investitor mora biti svjestan prilikom donošenja odluke.

### 3. Metodologija rada

Tijekom pisanja rada primijenjene su različite istraživačke metode kako bi se dobili odgovarajući rezultati i postigli zadani ciljevi rada. Budući da se rad temelji na sekundarnim podacima, isti su prikupljeni iz knjiga, stručnih časopisa, različitih zakona, radova s konferencija, stručnih i znanstvenih članaka, mrežnih izvora te 2 doktorske disertacije. U teorijskom dijelu rada nastojalo se što jasnije i sažetije objasniti najvažnije pojmove povezane uz financijski sustav neke zemlje, njegovim funkcioniranjem, sudionicima, regulatornim okvirom te s osnivanjem i poslovanjem investicijskih fondova u RH. Sukladno tome, deskriptivna metoda primijenjena je u ovom dijelu rada kako bi se na odgovarajući način objasnili pojmovi na temelju pouzdane literature. Komparativna metoda također je primijenjena u teorijskom dijelu kako bi se usporedile pojedine vrste investicijskih fondova te kako bi se usporedili prednosti i nedostaci ulaganja u investicijske fondove. Kao što je već spomenuto, u radu su korišteni rezultati istraživanja dviju doktorskih disertacija, što upućuje na primjenu metode kompilacije budući da su se preuzeli rezultati drugih istraživanja, s ciljem isticanja tuđih zaključaka, spoznaja i opažanja. Ova metoda primijenjena je i kod poglavlja koje govori o povijesnom razvoju investicijskih fondova te kod objašnjavanja pojedinih vrsta fondova. U radu se opći pojmovi dijele na posebne što karakterizira metodu klasifikacije, a primijenjena je prilikom podjele otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, zatvorenih investicijskih fondova i ostalih vrsta fondova, a tijekom prikaza navedenih vrsta fondova također se pojavljuje i metoda analize.

U istraživačkom dijelu rada metodom prikupljanja podataka analizirani su podaci službenih mrežnih stranica Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA-e), Hrvatske narodne banke (HNB-a), stranice Hrportfolio.hr (specijaliziranog portala koji omogućuje upoznavanje s investiranjem u investicijske fondove) i Ministarstva financija Republike Hrvatske (MFRH-a). Podaci su prikupljeni kako bi se analizirala uloga i važnost investicijskih fondova u hrvatskom financijskom sustavu, u odabranom promatranom razdoblju od 2014. do 2022. godine. Sukladno tome, statistički podaci s mrežne stranice HANFA-e prikazuju strukturu imovine i ulaganja otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom (UCITS fondova) kako bi se dao zaključak o financijskim instrumentima i vrijednosnim papirima u koje isti najviše ulažu. Nadalje, preko stranice Hrportfolia analizirani su podaci o prinosima odabranih investicijskih fondova iz kategorije dioničkih, obvezničkih, mješovitih, napajajućih i ostalih UCITS fondova. Prikupljeni podaci uspoređeni su s istim vrijednostima drugih

institucionalnih investitora, odnosno s mirovinskim fondovima. Kako bi se dokazala uloga investicijskih fondova u efikasnosti cjelokupnog ekonomskog rasta RH, korišteni su podaci mrežnih stranica HNB-a, koji govore o tome u kojoj mjeri pojedine vrste fondova ulažu u tuzemstvo, odnosno u domaće vrijednosne papire i financijske instrumente te udio njihove imovine u ukupnoj imovini financijskog sektora.

Kako bi se utvrdila uloga investicijskih fondova u hrvatskom financijskom sustavu u istraživačkom dijelu rada primijenjene su metoda dokazivanja, metoda kompilacije i statistička metoda kojom je prikazana struktura ulaganja neto imovine investicijskih i mirovinskih fondova, izračunat prosječni godišnji prinosi fondova te prikazani ostali podaci koji govore o ulozi investicijskih fondova u financijskom sustavu zemlje. Konačno, metodom komparacije napravljena je usporedba prikazanih rezultata između različitih kategorija investicijskih fondova i ostalih uključenih sudionika.

Istraživačka pitanja ovog rada vežu se za utvrđivanje brojnosti investicijskih fondova u RH te utvrđivanje imovine koju ulažu na financijskim tržištima, s ciljem donošenja zaključka o dinamici njihovih ulaganja u određenom vremenskom periodu, o prinosima koje ostvaruju, odnosno o njihovoj efikasnosti u obavljanju svoje primarne djelatnosti. U radu se također pojavljuje istraživačko pitanje kojim se nastoji utvrditi kakvu ulogu investicijski fondovi imaju na razvoj efikasnog financijskog sustava Republike Hrvatske i kako se isto odražava na cjelokupni ekonomski rast zemlje.

## 4. Uloga investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

Kako bi se ostvarili ciljevi rada, najprije su prikazani podaci o ukupnoj vrijednosti imovine UCITS fondova u RH u razdoblju od 2014. do 2022. godine. Njihova imovina raspoređena je po strukturi ulaganja na domaćem i inozemnom tržištu, a ti podaci uspoređeni su s istim podacima mirovinskih fondova. Nadalje, prikazani su podaci o pojedinim vrstama UCITS fondovima, točnije podaci o strukturi ulaganja imovine dioničkih, mješovitih, obvezničkih i kratkoročnih obvezničkih fondova. Budući da sam naziv fonda govori o najvećoj koncentraciji njihove imovine, u nastavku su analizirani prinosi koje su navedeni fondovi ostvarili u razdoblju od 2014. do 2022. godine. Iz navedenog je vidljivo u kojim razdobljima su uslijedile nestabilnosti na financijskim tržištima koje su prouzročile značajan pad prinosa u svim spomenutim kategorijama. Iz svake kategorije odabrano je do pet fondova s mrežne stranice Hrportfolia (2023) koji su u posljednjih 12 mjeseci ostvarili najveći godišnji prinos, a prikazani fondovi su:

- Dionički fondovi
  - Capital Breeder
  - Generali Europa
  - OTP indeksni
  - Allianz Equity
  - Eurizon HR Equity fond
- Mješoviti fondovi
  - Allianz Portfolio
  - Eurizon HR Dollar Progressive fond
  - Generali Balanced
  - Eurizon HR Flexible 30 fond
  - OTP uravnoteženi
- Obveznički fondovi
  - InterCapital Dollar Bond
  - Eurizon HR Bond fond
  - InterCapital Bond
- Kratkoročni obveznički fondovi
  - Eurizon HR D-Start Fond
  - InterCapital Short Term Bond

- OTP start
- Allianz Short Term Bond
- Eurizon HR Euro Short Term Bond fond

Odabrani investicijski fondovi uspoređeni su s odabranim obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima.

Kako bi se dokazala uloga investicijskih fondova u poticanju ekonomskog rasta, prikazano je do 10 investicijskih fondova iz kategorija dioničkih, mješovitih, obvezničkih i kratkoročnih obvezničkih UCITS fondova te udio njihovih ulaganja u domaće vrijednosne papire. Osim prethodno spomenutih investicijskih fondova, u ovom dijelu obuhvaćeno je još nekoliko fondova iz svake grupe, a to su (Hrportfolio, 2023):

- Dionički fondovi
  - A1
  - OTP Meridian 20
  - InterCapital Equity – klasa B
  - Generali Victoria
  - Generali Nova Europa
  - Generali Prvi Izbor
  - Eurizon HR Equity World Fund
- Mješoviti fondovi
  - InterCapital Income Plus – klasa B
  - ZB Global 50
  - ZB Global 70
  - Eurizon HR Conservative 10 fond
  - OTP Absolute
- Kratkoročni obveznički fondovi
  - ZB Eplus
  - Allianz Short Term Bond
  - Eurizon HR Start fond
  - Generali Plus
  - Eurizon HR Short Term Bond



Institucionalni investitori su, uz ostale glavne sudionike u financijskom sustavu, važni za razvoj ukupnog gospodarstva neke zemlje. Oni omogućavaju pristup investitora financijskim tržištima čime se otvara pristup štednji, financiranju za domaće tvrtke te privlačenju stranih investicija. Investicijski fondovi prikupljaju sredstva od više ulagača te tako akumulirana sredstva ulažu u različite oblike vrijednosnih papira. Osim što pružaju malim ulagačima mogućnost sudjelovanja na tržištu kapitala i ostvarenje većih prinosa nego na štednju u bankama, također pridonose financijskoj pismenosti građana. Budući da fondovi ulažu u vrijednosne papire i financijske instrumente, kupnjom dionica domaćih poduzeća potiče se ekonomski rast Hrvatske.

U nastavku je prikazana vrijednost ukupne imovine investicijskih fondova i struktura njihovih ulaganja na tržištu kapitala, a iste vrijednosti uspoređene su s mirovinskim fondovima. Kako bi se bolje razumjela njihova uloga u hrvatskom financijskom sustavu, prikazani su prinosi koji su izabrani investicijski fondovi ostvarili u posljednje dvije godine. Ostvareni prinosi uspoređeni su s prinosima koje su ostvarili mirovinski fondovi u istom razdoblju kako bi se investicijski fondovi mogli bolje pozicionirati na tržištu kapitala. Investicijski fondovi mogu imati važnu ulogu u financijskom sustavu, što se pozitivno odražava na razvoj ekonomskog sustava RH, a zbog svoje važnosti njihov rad i osnivanje zahtjeva učinkovitu regulaciju i nadzor kako bi se osigurala stabilnost tržišta i zaštitili interesi investitora.

#### 4.1. Analiza strukture ulaganja i imovine investicijskih fondova

Investicijski fondovi ulažu kao institucionalni investitori na financijskom tržištu u različite vrste vrijednosnih papira s ciljem ostvarenja maksimalnih mogućih prinosa, odnosno zarade za svoje dioničare (imatelje udjela, udjelničare) i investitore, uz prihvaćanje odgovarajućeg rizika. Upravo radi postojanja različitih vrsta rizika prilikom ulaganja, društva za upravljanje investicijskim fondovima nastoje akumulirane prinose raspodijeliti na više vrijednosnih papira i financijskih instrumenata koji se mogu kategorizirati u rizične skupine. Primjerice, portfelj investicijskog fonda može se sastojati od dionica, zatim od novca i kratkotrajnih potraživanja te financijskih izvedenica (derivata). Fond može ulagati veći dio svojih prikupljenih udjela u deset najvećih svjetskih korporacija i poduzeća, a ostatak u manje poznata poduzeća. Upravo tako raznolikim ulaganjima se postiže diversifikacija kojom se rizik raspršuje na više i manje rizične vrijednosne papire što omogućava likvidnost i relativnu sigurnost prinosa. Svaki takav

fond ima prosječni prinos koji ostvaruje, a koji se sastoji od prosječnih prinosa svakog pojedinačnog vrijednosnog papira u njemu.

UCITS fondovi su u RH najprivlačniji za fizičke investitore zbog sigurnosti i jednostavnosti ulaganja, zbog čega u ukupnoj imovini fondova sudjeluju s najvećim udjelom (Tablica 2.).

Tablica 2. Ukupna imovina UCITS i alternativnih investicijskih fondova, 2014. - 2022. godine (u tis. EUR)

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
<b>UCITS fondovi</b>	1.722.529	1.839.232	2.447.512	2.455.320	2.537.292	2.996.499	2.417.699	2.855.179	2.165.751
<b>AIF</b>	344.383	533.861	592.503	634.486	635.209	777.754	798.601	920.153	221.998

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice HANFA-e (2023)

Iz Tablice 2. uočava se kako su UCITS fondovi raspolagali s većom vrijednosti imovine koju ulažu u domaće i inozemne vrijednosne papire i druge financijske instrumente. UCITS fondovi sudjelovali su preko 80 % u svim promatranim godinama u ukupnoj imovini te su iz tog razloga isti i glavnim predmetom analize u radu.

Usporedbom s mirovinskim fondovima u istom periodu lakše se uočava veličina imovine i važnost ulaganja UCITS fondova (Tablica 3.) te dinamika njihovih ulaganja na financijskim tržištima u prethodnoj, 2022. godini.

Tablica 3. Struktura ulaganja neto imovine UCITS fondova i mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj 2022. godine (u tis. EUR)

	Investicijski fondovi	Mirovinski fondovi
<b>Novčana sredstva</b>	191.582	1.172.574
<b>Potraživanja</b>	1.869	50.002
<b>Domaće dionice</b>	74.835	3.281.702
<b>Domaće državne obveznice</b>	757.841	13.218.221
<b>Domaće korporativne obveznice</b>	29.507	422.708
<b>UCITS fondovi</b>	11.168	155.977

<b>Inozemne dionice</b>	203.304	1.907.286
<b>Inozemne državne obveznice</b>	508.086	995.107
<b>Inozemne korporativne obveznice</b>	4.141	29.014
<b>UCITS</b>	177.220	2.201.524

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice HANFA-e (2023)

U 2022. godini ukupna neto imovina mirovinskih fondova bila je oko 12 puta veća od imovine UCITS fondova, a kao i kod UCITS fondova, mirovinski fondovi najveći dio svoje imovine ulagali su u domaće vrijednosne papire, odnosno državne obveznice i dionice, s porastom ulaganja u inozemstvo do 2022. godine. Trend rasta ulaganja u inozemstvo može postojati iz više razloga, a i u ovom slučaju jedan od glavnih razloga je diverzifikacija portfelja, gdje se teži smanjenju rizika kupnjom vrijednosnih papira različitih zemalja, valuta i sektora. Na taj način fondovi omogućavaju ostvarenje većih prinosa u usporedbi s domaćim vrijednosnim papirima budući da su prinosi na štednju u RH manji od prinosa ostvarenih investiranjem (Hrportfolio.hr, 2023). Također, tako se otvara pristup novim tržištima i sektorima, a kupnjom stranih valuta može se pružiti zaštita od devalvacije domaće valute.

Budući da UCITS fondovi raspolažu s najvećim dijelom ukupne imovine investicijskih fondova, Tablica 4. prikazuje strukturu ulaganja dioničkih, mješovitih, obvezničkih, napajajućih, novčanih i ostalih fondova. Ostali fondovi odnose se na fondove fondova, *exchange-traded funds* (ETF-ovi), fondove za zaštićenom glavnicom, sektorske fondove i ostalo.

Tablica 4. Struktura ulaganja pojedinih vrsta UCITS fondova, 2014. do 2022. godine (u tis. EUR)

Vrsta imovine	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
<b>Dionički fondovi</b>									
Novčana sredstva	20.650	15.615	25.027	24.941	20.580	25.478	21.237	33.073	33.365
Domaće dionice	73.279	74.365	92.043	76.092	62.470	69.506	59.505	77.586	68.077
Domaće državne obveznice	534	226	1.006	2.281	3.113	2.140	1.673	522	712
UCITS fondovi	1.753	4.312	1.728	1.577	779	944	1.039	1.282	946
Inozemne dionice	120.043	117.547	116.085	141.614	117.582	131.400	126.688	192.358	147.694
UCITS i OIF s javnom ponudom	8.129	2.694	3.160	6.234	7.371	9.617	8.963	14.883	5.907
NETO IMOVINA	225.132	216.384	237.592	254.001	212.060	239.723	220.882	322.479	261.649
<b>Mješoviti fondovi</b>									
Novčana sredstva	4.878	4.052	15.156	9.315	12.607	22.690	17.639	33.721	18.692
Domaće dionice	14.769	14.114	16.972	12.289	9.532	9.001	7.027	8.555	6.741
Domaće državne obveznice	22.911	26.994	24.655	44.115	40.896	42.795	38.251	36.599	27.857
Domaći depoziti	929	2.103	6.572	1.017	3.709	2.052	0	1.925	6.582
Inozemne dionice	22.153	22.337	16.867	28.731	24.671	20.335	25.685	40.114	26.056
NETO IMOVINA	99.511	107.414	115.013	117.334	112.588	130.870	126.419	193.440	140.781
<b>Obveznički fondovi</b>									
Novčana sredstva	3.813	14.929	106.563	110.157	131.617	296.304	304.237	322.504	170.590
Domaće državne obveznice	92.665	155.397	361.456	583.209	857.770	1.462.294	915.378	956.346	663.087
Domaće korporativne obveznice	5.008	5.252	12.512	5.233	8.843	15.098	21.996	46.235	28.153
Instrumenti tržišta novca na domaćem tržištu	5.359	4.131	45.445	54.818	57.274	89.946	14.995	43.133	9.635
Domaći depoziti	2.823	6.053	14.619	10.618	38.685	238.592	208.327	186.150	104.966

<b>Inozemne državne obveznice</b>	13.167	5.888	23.798	63.034	120.411	433.996	467.972	428.576	344.610
<b>NETO IMOVINA</b>	124.081	193.457	537.367	831.096	2.445.097	2.445.097	1.878.757	1.998.773	1.362.836
<b>Vrsta imovine</b>	<b>2014.</b>	<b>2015.</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2021.</b>
<b>Napajajući fondovi</b>									
<b>Novčana sredstva</b>	-	-	-	-	287	101	497	2.022	2.022
<b>UCITS i OIF s javnom ponudom</b>	-	-	-	-	2.298	1.921	14.740	55.341	70.900
<b>NETO IMOVINA</b>					2.562	2.012	15.203	57.281	72.823
<b>Ostali fondovi</b>									
<b>Novčana sredstva</b>	22.820	8.269	7.238	12.213	5.213	23.053	21.178	46.486	22.607
<b>Domaće državne obveznice</b>	21.299	33.738	38.656	47.643	59.484	65.136	52.310	63.461	66.185
<b>Domaći depoziti</b>	4.895	11.560	4.808	5.536	9.003	17.703	16.504	15.101	12.548
<b>Inozemne dionice</b>	1.368	585	2.888	5.440	1.646	5.707	10.061	20.534	19.332
<b>UCITS i OIF s javnom ponudom</b>	3.110	18.061	19.446	23.952	21.792	46.689	38.042	70.597	57.119
<b>NETO IMOVINA</b>	55.368	93.425	82.817	101.932	115.312	177.727	176.438	283.206	327.663

Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e (2023)

Tablica 4. jasnije prikazuje imovinu pojedinih vrsta UCITS fondova i način na koji ju koriste. Jasno je zaključiti kako su dionički fondovi u promatranom razdoblju najveći dio svoje imovine ulagali u domaće i inozemne dionice, odnosno gotovo 60 % imovine odnosilo se na inozemne dionice od 2014. do ožujka 2023. godine. Na hrvatskom tržištu u domaće dionice uloženo je prosječno 31 % neto imovine fondova, a najviše do 40 % 2016. godine. Novčana sredstva čine u promatranom razdoblju oko 10 % strukture portfelja, dok ostale vrste imovine sudjeluju sa manje od 1 % u ukupnoj imovini.

Mješoviti UCITS fondovi su do 2019. godine ulagali oko 50 % svoje neto imovine u domaće vrijednosne papire i depozite, a oko 40 % u inozemne. Od 2019. godine struktura ulaganja se promijenila te se oko 60 % neto imovine ulagalo u inozemne vrijednosne papire i depozite, a manjim dijelom u tuzemstvo. Kod domaćih se ulaganja do 30 % imovine ulagalo u državne

obveznice, a manjim dijelom u dionice, dok su kod inozemnih ulaganja prevladavale dionice s udjelom do 20 %. U inozemne državne obveznice se u razdoblju od 2014. do 2020. godine ulagalo do 10% imovine, nakon čega se taj udio do ožujka 2023. godine povećao na 29,11 %. Također, kod ove vrste fondova može se uočiti kako je vrijednost ukupne imovine rasla sa 99 mil. EUR u 2014. godini na 287 mil. do kraja ožujka 2023. godine.

Kao što im i sam naziv upućuje, obveznički fondovi najviše ulažu u domaće i inozemne obveznice, a prema Tablici 4. više od 90 % strukture imovine odnosilo se na vrijednosne papire na domaćem tržištu. Kod obvezničkih fondova na domaćem tržištu prevladavaju ulaganja u državne obveznice sa 74,68 % ulaganja u 2014. godini i 48,70 % u 2023. godini. Inozemne državne obveznice čine u promatranom razdoblju do 30 % udjela u strukturi obvezničkih fondova, a ostatak neto imovine odnosi se na korporativne obveznice, depozite i novčana sredstva.

Kod novčanih fondova prikazani su podaci do 2020. godine budući da od te godine među UCITS fondovima više nema aktivnih fondova (posljednji likvidirani fond zaključno s 2020. godinom bio je Triglav Multicash). Do 2020. godine ovi fondovi su preko 90 % svoje imovine ulagali u domaće instrumente tržišta novca (do 45 %) i depozite (između 40 % i 95 %), a vrlo mali dio (do 2,5 %) u inozemne vrijednosne papire.

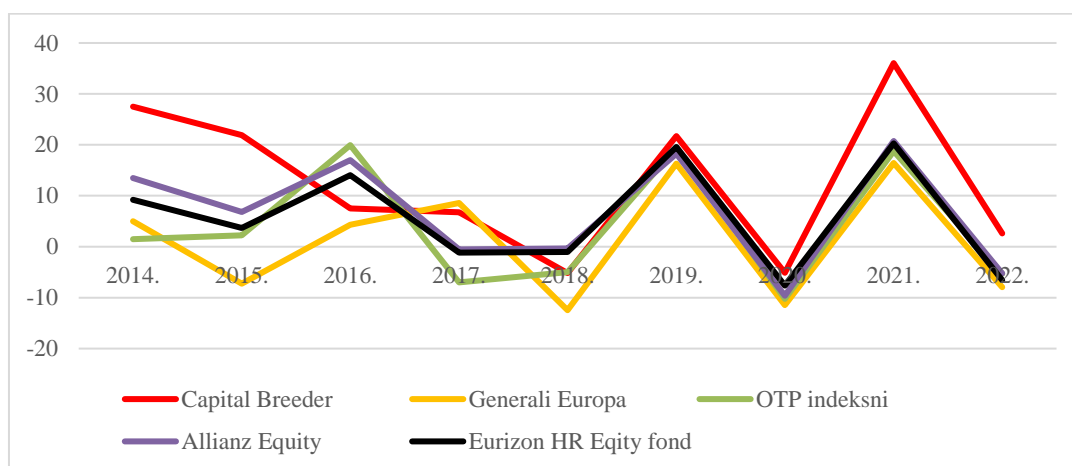
Napajajući fondovi najviše su ulagali u druge UCITS fondove i otvorene investicijske fondove s javnom ponudom te novčana sredstva, a ostali u novčana sredstva, državne obveznice te druge UCITS fondove i otvorene investicijske fondove s javnom ponudom.

## 4.2. Analiza prinosa investicijskih fondova

Jedno od osnovnih pravila ulaganja je težiti što boljoj diversifikaciji portfelja i smanjenju rizika. Investicijski fondovi tako ulažu velike iznose prikupljene od velikog broja ulagača u različite vrijednosne papire i financijske instrumente poduzeća iz različitih sektora poslovanja. Na taj način smanjuju se rizici od negativnih prinosa na uložena sredstva.

U nastavku je dana analiza kretanja godišnjih prinosa dioničkih, obvezničkih, mješovitih, novčanih i ostalih UCITS fondova u RH u razdoblju od 2014. do 2022. godine kako bi se analizirao položaj investicijskih fondova u financijskom sustavu i ukupnom gospodarstvu, ali i dala ocjena efikasnosti upravljanja fondovima. Odabrano je do deset fondova iz svake kategorije koji su u 2022. godini imali najveći prinos, a prikazani su podaci o njihovim

prinosima u razdoblju od 2014. do 2022. godine. Grafikon 1. u nastavku prikazuje prinose odabranih dioničkih UCITS fondova s najvećim prinosom.

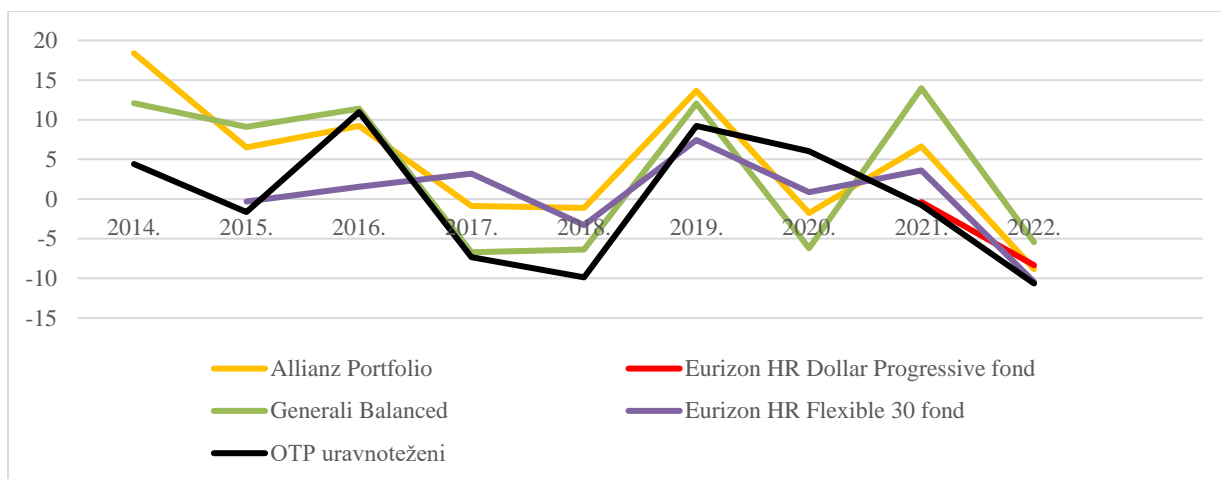


Grafikon 1. Godišnji prinosi dioničkih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio.hr (2023)

Fond Capital Breeder u promatranom razdoblju ostvario je najveće prinose s gotovo 30 % 2014. i 2015. godine te 36,05 % 2021. godine. Generali Europa je zabilježio najviše negativnih prinosa krajem promatranih godina, odnosno 2015. godine -7,25 %, 2018. godine -12,46 % te -11,44 % 2020. godine. Ulaganje u dionice karakterizira veći rizik u usporedbi s ulaganjem u druge vrijednosne papire, ali upravo radi preuzimanja većeg rizika moguće je ostvarivanje većih prinosa. Sukladno Grafikonu 1. uočava se kako investicijski fondovi ostvaruju relativno visoke prinose, a u 2020. godini zabilježeni su negativni prinosi kod svih fondova sukladno krizi koja je uslijedila zbog pandemije uzrokovane COVID-19 virusom. Iako su prinosi 2021. godine zabilježili nagli rast, iduće godine su ponovno u padu zbog poremećaja na financijskim tržištima koji su uslijedili aktualnim ratom u Ukrajini. Iako su u posljednjoj promatranoj godini svi prinosi promatranih dioničkih fondova u padu, Capital Breeder je jedini fond čiji je prinos pozitivan i iznosi 2,61 %.

Mješovite fondove ne karakterizira koncentracija ulaganja većinskim dijelom u jedan vrijednosni papir, već disperzija rizika na različite vrste vrijednosnih papira i financijskih instrumenata. Njihovi godišnji prinosi su u promatranom vremenskom razdoblju također uglavnom pozitivni i visoki kako je prikazano na Grafikonu 2.



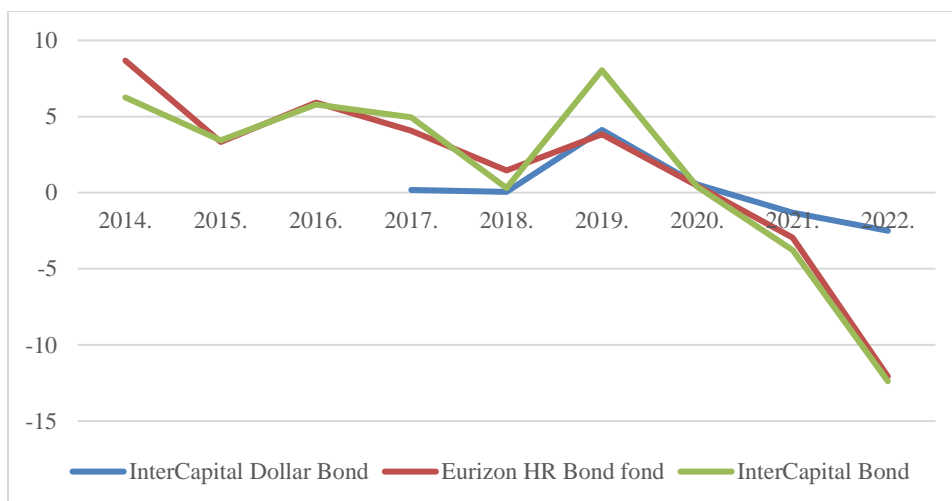
Grafikon 2. Godišnji prinosi mješovitih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio.hr (2023)

Generali Balanced i Allianz Portfolio su ostvarili najveće prosječne prinose od ulaganja koji u 2014. godini iznose 12,07 % i 18,38 % respektivno. Na kraju promatranog razdoblja, 2021. godine Generali Balanced ostvario je prinos od 13,97 %. Kao i kod dioničkih fondova negativni prinosi zabilježeni 2017. i 2018. godine te 2020. i 2022. godine zbog razloga povezanih s pandemijom i ratom u Ukrajini. Mješoviti OTP uravnoteženi fond je pokazao najveću otpornost na tržišne nestabilnosti budući da je u 2020. godini ostvario prinos od 6,03 % te je tako jedini fond s pozitivnim prinosom te godine.

Obveznički fondovi ulagali su većinu svoje imovine u različite domaće i inozemne obveznice (preko 75 % u 2022. godini), a budući da obveznice karakterizira konzervativniji pristup ulaganju, rizik i prinos su niži u usporedbi s rizičnim investicijama, kakvi su, primjerice dionički fondovi. Kretanje prinosa obvezničkih fondova prikazano je Grafikonom 3.



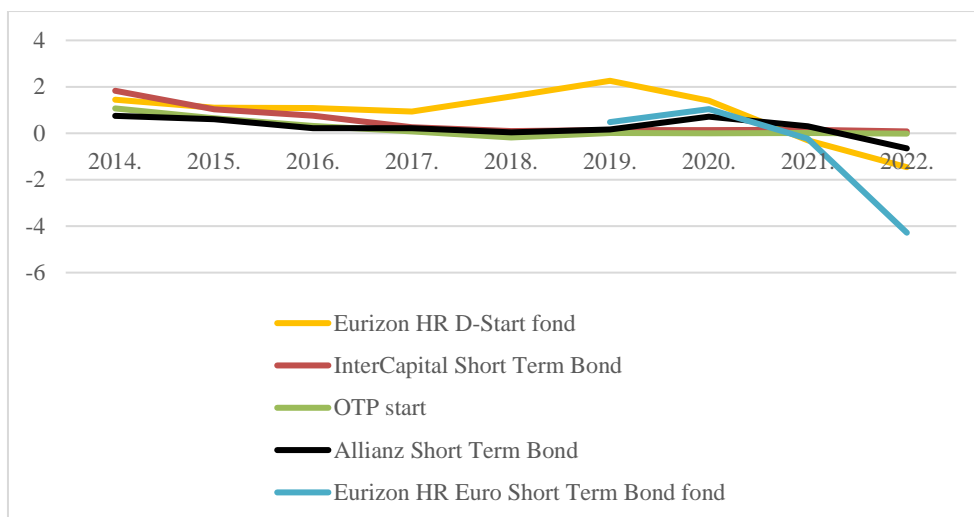


Grafikon 3. Godišnji prinosi obvezničkih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio.hr (2023)

Obvezničkih fondova brojčano nema mnogo u ukupnom broju investicijskih fondova, odnosno od 139 investicijska fonda, samo tri su obveznička (bez kratkoročnih obvezničkih fondova). Najveći prinos u promatranom razdoblju ostvario je HR Bond fond 2014. godine u iznosu od 8,70 %. Za obveznički InterCapital Dollar Bond fond prikazani su podaci od 2017. godine budući da su od tada dostupni. Nakon 2020. godine svi promatrani fondovi bilježe negativne prinose gdje je najveći pad na uložena sredstva zabilježen kod fonda InterCapital Bond u iznosu od -12,38 %. U odnosu na dioničke i mješovite fondove, nakon pada prinosa u 2020. godini do kraja promatranog razdoblja nije uslijedio oporavak fondova.

Kratkoročne obvezničke fondove karakterizira kraći period ulaganja u odnosu na prethodno navedene vrste UCITS fondova, a prinosi koje su takvi fondovi ostvarili manji su s obzirom na vrijeme držanja investicije (Grafikon 4.).



Grafikon 4. Godišnji prinosi kratkoročnih obvezničkih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio.hr (2023)

Eurizon HR D-Start fond postigao je najveći prinos u 2019. godini od 2,26 % u odnosu na ostale promatrane fondove, dok su se prinosi ostalih fondova kretali do maksimalno 1,83 %. Kratkoročni obveznički fondovi služe kratkoročnom financiranju i otvaraju pristup ostvarivanja potrebnih financijskih sredstava bez zaduživanja kod banaka, stoga prinosi ne mogu dosegnuti razinu ostalih vrsta fondova. Sukladno spomenutim razlozima i u ovom slučaju su nakon 2020. godine zabilježeni negativni prinosi, a Eurizon HR Euro Short Term Bond ostvario je najveći negativni prinos od -4,28 %.

Mirovinski fondovi također svoja prikupljena sredstva ulažu na financijskim tržištima kako bi ostvarili sigurnost svoje imovine, više prinose, bolju likvidnost ili neke druge investicijske ciljeve. Tablica 5. prikazuje četiri različite grupe obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova u RH, a svaka grupe sastoji se od tri fonda s najvećim prinosom u posljednja 24 mjeseca. Grupe obuhvaćaju dobrovoljne mirovinske fondove te obvezne mirovinske fondove kategorije A, kategorije B i kategorije C.

Tablica 5. Prinosi i imovina mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj

Naziv fonda	Prinos u zadnja 24 mjeseca	Imovina fonda (mil. EUR)
<b>Erste Plavi Expert</b>	5,57 %	60,644
<b>AZ Profit</b>	0,33 %	306,115
<b>Croatia osiguranje DMF</b>	-1,70 %	60,901
<b>AZ - A</b>	7,74 %	87,055
<b>Erste Plavi - A</b>	8,62 %	56,89
<b>PBZ CO - A</b>	8,63 %	79,668
<b>Erste Plavi - B</b>	3,56 %	2,481
<b>PBZ CO - B</b>	1,11 %	2,868
<b>AZ - B</b>	0,19 %	6,075
<b>Raiffeisen OMF - C</b>	-2,48 %	491,203
<b>Erste Plavi - C</b>	-5,25 %	172,127
<b>AZ - C</b>	-4,65 %	606,043

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio (2023)

Iako je imovina mirovinskih fondova veća od imovine investicijskih fondova, prinosi su niži, a kod pojedinih fondova su najveći zabilježeni prinosi s negativnim predznakom.

Ulaganje u investicijske fondove ne sastoji se samo od viška sredstava s kojima investitori raspoložu i žele ih uložiti na financijskom tržištu, već uključuje i moguće troškove, ulazne i izlazne naknade, ograničenja koja se tiču minimalnih uplata te godišnje naknade za upravljanje depozitaru i regulatoru. Postojanje navedenih troškova ovisi o fondu, a prema podacima s mrežnih stranica Hrportfolioa najčešće ne prelaze 2 % udjela u fondu ili ukupne imovine fonda, ako ih fondovi uopće naplaćuju. Primjerice, kod pojedinih fondova za razdoblje držanja do šest mjeseci, izlazna naknada iznosi 2 %, od šest do 12 mjeseci 1 %, a za razdoblje držanja dulje od 12 mjeseci naknada nema. Ulazna naknada se može obračunavati na sličan način, ali ovisno o početnoj visini uloga. Godišnje naknade za upravljanje, naknade depozitaru i regulatoru u pravilu su vrlo male i ne iznose više od 1 % (Hrportfolio, 2023).

#### 4.3. Uloga investicijskih fondova u poticanju ekonomskog rasta

Budući da je već naglašeno kako investicijski fondovi imaju važnu ulogu u financijskom sustavu RH, raspolaganjem velikih iznosa neto imovine te ulaganjem u različite vrste vrijednosnih papira potrebno je pobliže analizirati njihovu ulogu na ekonomski rast zemlje.

Investicijski fondovi mogu pridonijeti poslovanju poduzeća koja izdaju dionice, budući da njihovim plasiranjem na financijsko tržište i kupnjom mogu stvoriti dodatni kapital. Osim toga, osim ovog financijskog učinka, izdavanjem dionica može se ostvariti bolji rejting poduzeća, budući da ulaganje fondova u dionice poduzeća (posebice onih koji tek izlaze na burzu) omogućuje bolje prepoznavanje drugih investitora te posljedično, lakše financiranje poduzeća. Omogućavanje poduzećima pristup različitim oblicima financiranja pozitivno se odražava na poslovanje i širenje poduzeća što konačno pridonosi ekonomskom rastu cijele zemlje.

Kada je riječ o RH, analizom ulaganja u različite geografske regije može se vidjeti u kojoj mjeri su fondovi usmjereni na tuzemna ulaganja, čime neposredno pomažu financiranju i unapređenju poslovanja poduzeća. U nastavku su prikazani podaci o odabranim investicijskim fondovima u RH i udio njihovog portfelja kojeg ulažu u tuzemstvo, odnosno iznos imovine uložen na domaćim financijskim tržištima po pojedinim vrstama investicijskih fondova. Tablica 6. prikazuje dio imovine dioničkih UCITS fondova uložen u tuzemne vrijednosne papire i druge financijske instrumente izabranih fondova.

Tablica 6. Udio i iznos imovine dioničkih fondova uložen u tuzemstvo 2022. godine

	<b>% portfelja uložen u tuzemstvo</b>	<b>Ukupna imovina fonda, u mil. EUR</b>	<b>Iznos imovine uložen u tuzemstvo</b>
Capital Breeder	28,85 %	7,353	2,121
A1	82,46 %	6,254	5,157
Allianz Equity	85,33 %	33,295	28,411
OTP Meridian 20	23,73 %	3,326	0,789
Intercapital See Equity - klasa B	15,66 %	23,831	3,732
OTP Indeksni	100,00 %	25,584	25,584
Generali Victoria	73,06 %	8,573	6,263
Generali Nova Europa	24,88 %	2,787	0,693
Generali Prvi Izbor	11,04 %	2,238	0,247
Eurizon HR Equity World Fund	7,28 %	9,555	0,696
Ukupna imovina	60,01 %	122,796	73,694

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio (2023)

Kod dioničkih fondova odabrano je 10 fondova budući da su vrlo brojni na tržištu kapitala, a iz Tablice 6. zaključeno je kako su pojedini fondovi ulagali veći dio svoje imovine u domaće financijske instrumente. Sveukupno promatrajući odabrane fondove, čak 60,01 % ukupne imovine uloženo je u tuzemstvo 2022. godine.

Kod mješovitih fondova drugačija je struktura ulaganja, stoga je za očekivati da će geografska struktura njihovih ulaganja imati drugačiji karakter, što je prikazano Tablicom 7.

Tablica 7. Udio i iznos imovine mješovitih fondova uloženi u tuzemstvo 2022. godine

	<b>% portfelja uloženi u tuzemstvo</b>	<b>Iznos imovine uloženi u tuzemstvo</b>	<b>Ukupna imovina fonda, u mil. EUR</b>
InterCapital Income Plus-klasa B	28,74 %	6,645	23,120
Generali Balanced	57,40 %	0,570	0,993
Eurizon HR Flexible 30 fond	12,82 %	2,666	20,794
ZB Global 50	41,62 %	7,502	18,024
ZB Global 70	31,68 %	10,760	33,964
OTP uravnoteženi	40,89 %	2,869	7,017
Eurizon HR Conservative 10 fond	92,84 %	49,712	53,546
Eurizon HR Global fond	27,67 %	14,666	53,002
Allianz Portfolio	74,36 %	10,284	13,83
OTP Absolute	16,90 %	1,364	8,07
<b>Ukupna imovina</b>	<b>46,07 %</b>	<b>107,037</b>	<b>232,360</b>

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio (2023)

Mješoviti fondovi su 2022. godine ulagali 46,07 % svog ukupnog portfelja u domaće vrijednosne papire i druge financijske instrumente. Kao i kod dioničkih fondova, pojedini su fondovi ulagali gotovo cijeli dio svoje imovine u tuzemstvo, a neki manji dio, što govori o diverzifikaciji i disperziji rizika. Kratkoročni obveznički fondovi su karakteristični sukladno duljini držanja vrijednosnih papira, odnosno usmjereni su na razdoblje kraće od godine dana, čime ostvaruju manje prinose u odnosu na ostale vrste fondova. Tablica 8. prikazuje udio portfelja kojeg su kratkoročni investicijski fondovi uložili na domaćem financijskom tržištu.

Tablica 8. Udio i iznos imovine kratkoročnih obvezničkih fondova uloženi u tuzemstvo 2022. godine

	<b>% portfelja uloženi u tuzemstvo</b>	<b>Iznos imovine uloženi u tuzemstvo</b>	<b>Ukupna imovina fonda, u mil. EUR</b>
Eurizon HR D-Start fond	56,67 %	20,161	35,576
ZB Eplus	67,82 %	177,819	262,193
Allianz Short Term Bond	74,30 %	18,540	24,953
OTP Start	94,09 %	53,410	56,765
Eurizon HR Start fond	90,20 %	41,257	45,74
InterCapital Short Term Bond	32,77 %	11,486	35,051
Generali Plus	66,83 %	0,106	0,159
Eurizon HR Short Term Bond fond	100 %	21,516	21,516
Eurizon HR Euro Short Term Bond fond	40,42 %	8,833	21,853
<b>Ukupna imovina</b>	<b>70,09 %</b>	<b>353,129</b>	<b>503,806</b>

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio (2023)

Kratkoročni obveznički fondovi u odnosu na dioničke i mješovite fondove uložili su čak 70,09 % svoje imovine u domaće državne, municipalne, korporativne i ostale obveznice. Od izabranih devet fondova, jedino InterCapital Short Term Bond i Eurizon HR Euro Short Term Bond fond su uložili više od polovice svog portfelja u inozemstvo.

Obveznički fondovi prikazani su u Tablici 9., a u 2022. godini su raspolagali s ukupnom imovinom od 69 mil. EUR.

Tablica 9. Udio i iznos imovine obvezničkih fondova uloženi u tuzemstvo 2022. godine

	<b>% portfelja uloženi u tuzemstvo</b>	<b>Iznos imovine uloženi u tuzemstvo</b>	<b>Ukupna imovina fonda, u mil. EUR</b>
<b>Eurizon HR Bond fond</b>	62,82 %	35,003	55,719
InterCapital Bond-klasa B	18,98 %	2,145	11,304
InterCapital Dollar Bond-klasa B	23,92 %	0,535	2,236
<b>Ukupna imovina</b>	<b>54,41 %</b>	<b>37,683</b>	<b>69,259</b>

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice Hrportfolio, 2023

Samo Eurizon HR Bond fond je ulagao preko polovice svog portfelja u tuzemstvo (62,82 %), dok taj udio kod InterCapital Bond i InterCapital Dollar Bond fondova iznosi oko 20 %. Sveukupno, 54,41 % ukupnog portfelja obvezničkih fondova u RH činile su domaće obveznice. Na tržištu se pojavljuje i jedan posebni fond, a to je ZB Future 2025 koji je uložio 50,43 % svoje imovine u tuzemstvo.

Iz prikazanih podataka u prethodnim tablicama uočeno je kako se ulaganjem na domaćem tržištu može potaknuti razvoj cjelokupnog financijskog sustava čime se posljedično daje potpora poslovanju domaćih poduzeća te naposljetku ukupnom gospodarstvu. Investicijski fondovi i tržišta na kojima sudjeluju omogućavaju usmjeravanje sredstava prema deficitnim izvorima, čime se omogućava štednja, potiču investicije i alocira kapital uz niske troškove, budući da su dostupni širokom krugu investitora, od stanovništva do poduzeća i institucija. Većim ulaganjem na domaće tržište (umjesto odljeva kapitala u inozemstvo) može se povećati potražnja za domaćim vrijednosnim papirima i financijskim instrumentima domaćih investitora, što posljedično poboljšava likvidnost i otpornost te dugoročni ekonomski rast.

Naposljetku, potrebno je smjestiti investicijske fondove u odnos s drugim financijskim institucijama, tj. financijskim društvima kako bi se dobila slika o njihovoj veličini u financijskom sustavu. Financijska vrijednost pojedinih dijelova hrvatskog gospodarstva prikazana je u Tablici 10. koja uspoređuje financijsku imovinu različitih financijskih institucija u RH 2022. godine.

Tablica 10. Udio imovine financijskih društava u ukupnoj financijskoj imovini Republike Hrvatske, 2022. godina (u mil. EUR)

	Vrijednost imovine	Udio u imovini cjelokupnog financijskog sektora
<b>Središnja banka</b>	32.673,83	8,27 %
<b>Kreditne institucije</b>	78.481,10	19,86 %
<b>Novčani fondovi</b>	-	-
<b>Investicijski fondovi (osim novčanih)</b>	2.932,23	0,74 %
<b>Drugi financijski</b>	2.866,37	0,73 %

<b>posrednici</b>		
<b>Pomoćne financijske institucije</b>	622,28	0,16 %
<b>Osiguravajuća društva</b>	5.253,63	1,33 %
<b>Mirovinski fondovi</b>	19.035,07	4,82 %
<b>Vlastite financijske institucije i zajmodavci</b>	383,55	0,1 %

Izvor: izrada autora prema podacima mrežne stranice HNB-a (2023)

Tablica 10. prikazuje ukupnu imovinu financijskih društava u odnosu na ukupnu financijsku imovinu RH, bez imovine nefinancijskih društava, opće države, kućanstva i neprofitnih institucija koje služe kućanstvima te inozemstva. Generalno, sva su financijska društva na kraju 2022. godine u bilanci bilježila 142 mil. EUR, što je činilo 36 % ukupne financijske imovine RH. Kreditne institucije s udjelom od gotovo 20 % imovine financijskog sektora predstavljaju najznačajnija financijska društva, a investicijski fondovi (ne uključujući novčane fondove) čine 0,74 % imovine, ili 2.8 mil. EUR.

#### 4.4. Usporedba s alternativnim opcijama ulaganja

Budući da banke, odnosno kreditne institucije i središnja banka raspoložu s većinom imovine ukupnog financijskog sektora RH, tržišta na kojima se pojavljuju također su od vrlo velike važnosti za razvoj financijskog sustava. Kreditne institucije najvećim dijelom sudjeluju na novčanom i deviznom tržištu. Njihovo trgovanje novčanim sredstvima te domaćim i inozemnim devizama, kratkoročnog je karaktera za potrebe likvidnosti i brzog financiranja. Jedna od važnih prednosti ulaganja u investicijske fondove je ostvarivanje veće zarade nego kod štednje u bankama ili držanja novca na bankovnim računima i slično. Usporedba komponenata financijske imovine kućanstava 2020. godine prikazana je u Tablici 11.

Tablica 11. Komponente financijske imovine kućanstava u RH 2020. godine (u %)

<b>Financijska imovina</b>	<b>Udio kućanstva (%)</b>
Tekući računi	80
Štedni računi	14



Životno osiguranje/dobrovoljna mirovina	6
Uzajamni fondovi	1,4
Novac kod kućanstava	3
Dionice	5
Obveznice	0,4
Ostala financijska imovina	0,7

Izvor: izrada autora prema Kunovac (2020)

Većina financijske imovine se u 2020. godini nalazila u depozitima na tekućim (80 %) i štednim računima (14 %) građana. Nakon depozita, najveće komponente financijske imovine bile su životno osiguranje i dobrovoljni mirovinski fondovi te dionice. Vrlo malo kućanstava ulagalo je u obveznice (0,4 %), uzajamne fondove (1,4 %), ostalu financijsku imovinu (0,7 %) ili je držalo novac (3 %). Iz prikazane tablice uočeno je kako je i dalje velik broj kućanstava svoju financijsku imovinu držalo na depozitnim računima, odnosno tek do 5 % je ulagalo u vrijednosne papire i financijske instrumente. Iz prethodno prikazanih podataka o prinosima koje investicijski fondovi ostvaruju, kućanstva nisu ostvarivala maksimalni prinos na višak svoje gotovine koji bi mogla ostvariti ulaganjem na tržištu kapitala.

## 5. Rasprava

Promotivši razdoblje od 2014. do 2022. godine ukupna imovina investicijskih fondova se povećavala. Zabilježeno je povećanje imovine UCITS fondova 2019. godine za 18,10 %, a imovine AIF za 22,44 % u odnosu na prethodnu godinu. Iduće, 2020. godine sukladno nestabilnostima na financijskim tržištima koje su se pojavile i pandemiji prouzrokovanoj COVID-19 virusom, zabilježen je pad vrijednosti imovine kod UCITS fondova 20 %, a iduće godine uslijedio je oporavak i ponovni rast imovine. Posljednje promatrane godine (2022. godina) globalna ekonomija zabilježila je ponovne nestabilnosti na financijskim tržištima zbog restrikcija koje su uslijedile Rusiji napadom na Ukrajinu. Navedeno je prouzročio veliki porast cijene energenata, nestašicu nafte na tržištu te inflaciju. UCITS fondovi i AIF zabilježili su veći pad imovine u tom periodu, nego u 2020. godini za 24,15 % i 75,87 % respektivno.

Ukoliko se struktura ulaganja UCITS fondova uspoređuje sa strukturom ulaganja obveznih i dobrovoljnih mirovinskih fondova, domaće i inozemne dionice za obje vrste institucionalnih investitora predstavljale su najveći udio u ukupnom portfelju, a imovina mirovinskih fondova bila je 12 puta veća od imovine investicijskih fondova u 2022. godini. Struktura ulaganja je vrlo slična, odnosno uglavnom se sastojala, osim već spomenutih dionica, od domaćih i inozemnih državnih obveznica i drugih UCITS fondova. Analizom strukture ulaganja pojedinih vrsta UCITS fondova, zaključuje se kako su dionički fondovi raspolagali s najvećim dijelom ukupne imovine UCITS fondova, ulažući ju najviše u dionice. Nadalje, istraživanjem godišnjih prinosa investicijskih fondova napravljena je usporedba s prinosima koje ostvaruju mirovinski fondovi. Izabrano je pet investicijskih fondova iz svake kategorije koji su na tržištu kapitala ostvarili najveći prinos u posljednjih 12 mjeseci, a prinosi su prikazani u periodu od 2014. do 2022. godine. Dionički Fond Capital Breeder ostvario je najveći godišnji prinos u promatranom razdoblju 2021. godine (36,05 %). Svi promatrani fondovi zabilježili su velik porast prinosa u 2019. godini, nakon čega je uslijedio pad u 2020. godini te oporavak u 2021. godini. Najveći pad prinosa zabilježen je kod OTP uravnoteženog mješovitog fonda u 2017. i 2018. godini, a isti fond je u 2020. godini, kada je uslijedio pad prinosa gotovo svih fondova, pokazao najveću otpornost na nestabilnosti na financijskom tržištu. Kod mješovitih fondova najveći iznos prinosa zabilježen je kod Allianz Portfolio fonda 2014. godine (18,38 %). Obveznički fondovi zabilježili su najveće negativne prinose od 2020. godine, a u odnosu na ostale vrste fondova, nije zabilježen oporavak 2021. godine. U 2022. godini prinosi Eurizon HR Bond fonda i InterCapital Bond fonda iznosili su -12,07 % i -12,38 % respektivno. Kratkoročni obveznički

fondovi, sukladno vremenu držanja vrijednosnih papira, generalno ostvaruju niže prinose i namijenjeni su bržem financiranju bez potrebe za zaduživanjem kod kreditnih institucija. Njihovi prinosi se od 2014. godine kreću do maksimalno 1,83 %, a od 2021. godine i ova vrsta fondova bilježi negativan prinos.

Usporedbom mirovinskih fondova u odnosu na investicijske fondove uočava se važnost obavljanja primarne djelatnosti investicijskih fondova, a to je ulaganje na financijskom tržištu u ime svojih klijenata, s ciljem ostvarivanja maksimalne diversifikacije portfelja i prinosa. Od svih prikazanih mirovinskih fondova, najveći prinos zabilježen je 2022. godine kod fonda PBC CO (kategorija A) u iznosu od 8,63 %. Ukupno, prosječni ostvareni prinos svih mirovinskih fondova iste godine iznosio je 1,81 %, što je u odnosu na UCITS fondove značajno manje.

Rezultati rada pokazali su kako fondovi ulažu velik dio svoje imovine u tuzemstvo, čime potiču financiranje poduzeća i štednju kućanstava, privlače nove potencijalne investitore i pomažu efikasnosti financijskog tržišta. Kako bi se isto dokazalo, izračunat je udio i iznos imovine pojedine vrste UCITS fondova uloženi u domaće vrijednosne papire i druge financijske instrumente 2022. godine. Rezultati su pokazali kako dionički fondovi ulažu 60,01 % svoje imovine u tuzemstvo, mješoviti 46,07 %, kratkoročni obveznički 70,09 % te obveznički fondovi 54,41 %. Ulaganjem u domaće vrijednosne papire i financijske instrumente ostvaruje se boljitak za razvoj cjelokupnog financijskog sustava, a što se može pozitivno odraziti na poslovanje domaćih poduzeća, a time posljedično na efikasnost ekonomskog sustava. Osim toga, tako se potiče štednja za kućanstva i utječe na povećanje privlačnosti za ulagatelje, čime se može povećati potražnja za domaćim vrijednosnim papirima, poboljšati likvidnost i osigurati dugoročni ekonomski rast. Navedeno je važno zbog podataka koji pokazuju kako se većina financijske imovine građana RH nalazi u depozitima na tekućim (80 %) i štednim (14 %) računima, a tek se manji dio njihove imovine odnosi na dionice (5 %), obveznice (0,4 %) i ostalu financijsku imovinu (0,7 %).

Kada je riječ o posljedicama krize na investicijske fondove, analizom je zaključeno kako su investicijski fondovi pokazali otpornost na nestabilnosti na tržištu zbog pandemije prouzrokovane COVID-19 virusom. Budući da fondovi ulažu u vrijednosne papire i financijske instrumente različitih sektora i geografske strukture, globalni tržišni indeksi zabilježili su dramatičan pad 2020. godine, čime je pala i vrijednost investicijskih fondova. Već 2021. godine većina fondova se oporavila zbog ubrzanja već do tada postojećih trendova, a to su rast interesa za trgovinu putem interneta, daljinski rad i napredak digitalne komunikacije. Dakle,

iako je pandemija ostavila utjecaja na vrijednost investicijskih fondova, njihova atraktivnost među ulagačima nije opala. Osim toga, smirivanju nestabilnosti na financijskim tržištima pridonijele su vladine fiskalne i monetarne mjere za ublažavanje gospodarskih posljedica pandemije.

U prvoj polovici 2022. godine situacija na svjetskim tržištima dodatno je pogoršana eskalacijom rata u Ukrajini koji je za posljedicu ostavio restrikcije Rusiji i prekid protoka transakcija s ostatkom svijeta. Negativne posljedice koje ova geopolitička kriza ostavlja na investicijske fondove povezuje se s percepcijom investitora o potencijalnoj eskalaciji sukoba. Ukoliko su investitori oprezniji i nisu skloni preuzimanju rizika, cijene na tržištima mogu pasti i utjecati na vrijednost investicijskih fondova koji su izloženi tim tržištima. S početkom nestabilnosti između Rusije i Ukrajine cijena nafte drastično je narasla što se također odrazilo na investicijske fondove, ovisno o sektoru ili regiji u koji fondovi ulažu. Investicijski fondovi koji ulažu u dionice ili obveznice naftnih kompanija doživjele su rast vrijednosti, budući da rast cijena nafte može povećati prihode i dobit tih poduzeća. Dakle, neki fondovi koji ulažu u energetske sektore mogu imati korist od rasta cijene nafte. S druge strane, fondovi koji su izloženi sektorima koji ovise o cijenama nafte (proizvođači zrakoplova ili automobila) zabilježili su pad vrijednosti. Inflacija koja je uslijedila u Republici Hrvatskoj odražava negativnu posljedicu na vrijednost obveznica i drugih oblika dugoročnog duga koji se nalaze u portfeljima investicijskih fondova. Konačni učinak kojeg su ostavile posljedice aktualnog rata u Ukrajini na investicijske fondove (i generalno financijska tržišta) još se ne može točno prikazati, budući da geopolitičke nestabilnosti još traju.

## 6. Zaključak

Iz prikazanih rezultata istraživanja, zaključuje se kako su investicijski fondovi u usporedbi s pojedinačnim ulaganjima u dionice, obveznice, nekretnine ili štednju kod banaka isplativija opcija za ulagače. Pružaju široku diversifikaciju portfelja, što je od iznimne važnosti, osobito kod ulaganja u dionice s obzirom na njihovu rizičnost. Investicijski fondovi olakšavaju ulaganje za male ulagače, budući da brigu o strukturi ulaganja i smanjenu rizika preuzimaju društva za upravljanje fondovima, čime se postižu veći prinosi i povećava se stabilnost portfelja. Zbog toga je od velike važnosti da društva za upravljanje dobro razumiju tržišta i prate najnovije trendove i informacije, za što neki ulagači možda nemaju dovoljno znanja i razumijevanja. Za razliku od ulaganja u nekretnine ili neke druge imovinske klase koje se teško i sporo pretvaraju u zaradu, fondovi omogućavaju brže kupovanje ili prodaje udjela, a budući da pružaju dostupnost različitim razinama minimalnih ulaganja, pristupačniji su za široki spektar ulagača. Osim toga, pružaju mogućnost ulaganja u različite vrste imovine koje inače nisu dostupne pojedinačnim ulagačima, poput *hedge* fondova, čime se dodatno ostvaruje diversifikacija i bolji povrat na investiciju. Prednost investicijskih fondova očituje se i u činjenici da su strogo regulirani i nadzirani od strane financijskih regulatornih tijela, što pruža veću transparentnost i zaštitu ulagača.

Analizom ukupne imovine i strukture ulaganja investicijskih fondova proizlazi zaključak o porastu njihove atraktivnosti među ulagačima do 2022. godine te njihovoj ulozi u hrvatskom financijskom sustavu, budući da je ukupna imovina od 2014. godine rasla, kao i zabilježeni prinosi dioničkih, mješovitih, obvezničkih, kratkoročnih obvezničkih i ostalih fondova. Ovisno o tome koliki rizik ulagači žele preuzeti na sebe, pojedine vrste fondova zabilježile su visoke vrijednosti prinosa od 2014. do 2022. godine. Usporedbom svih vrsta UCITS fondova, zaključeno je kako su dionički fondovi ostvarili najveće prinose, obveznički fondovi zabilježili su najveći negativni prinos u 2022. godini, a kratkoročni obveznički fondovi su najotporniji na nestabilnosti na financijskom tržištu. Nadalje, isplativost ulaganja u investicijske fondove ne treba se mjeriti samo ostvarenim prinosom, već i dodatnim naknadama i troškovima koje je potrebno plaćati držanjem udjela u fondu. Tako pojedini fondovi mogu naplaćivati različite visine ulazne i izlazne naknade te godišnje naknade za upravljanje, naknade depozitaru i regulatoru. Važno je naglasiti kako naplata ovih troškova ovisi isključivo od fonda do fonda, gdje ulazne naknade mogu ovisiti o visini minimalnog iznosa prve uplate, dok izlazne naknade, ako ih ima, ovise o razdoblju investiranja, gdje je kod duljih perioda držanja vrijednosnih papira

naknada manja. Spomenute godišnje naknade obračunavaju se na ukupan iznos udjela ili ukupne imovine fonda, a u pravilu ne prelaze 1 %.

Radom je analizirana uloga investicijskih fondova na efikasan ekonomski sustav Republike Hrvatske analizom ulaganja odabranih investicijskih fondova u domaće vrijednosne papire i druge financijske instrumente. Iz prikazanih podataka uočava se kako ulaganje na domaćem tržištu može pridonijeti razvoju financijskog sustava, čime se može potaknuti poslovanje domaćih poduzeća, što posljedično znači povećanje efikasnosti cjelokupnog gospodarstva. Usmjeravanjem kapitala prema deficitnim izvorima uz niske troškove potiče dodatne investicije i povećava potražnju za domaćim vrijednosnim papirima, čime raste njihova vrijednost i stabilnost cjelokupnog financijskog sustava. Radom je prikazano kako domaće stanovništvo i dalje većinu svoje financijske imovine drži u depozitima u bankama, a tek malim dijelom u investicijski fondovima, što može upućivati na činjenicu o nedovoljnoj financijskoj pismenosti građana, mogućoj averziji prema riziku ili nepovjerenju u investicijske fondove i takvom načinu ulaganja. Budući da se ovim radom istaknulo kako su investicijski fondovi relativno otporni na nedavne nestabilnosti na financijskom tržištu uzrokovane virusom COVID-19 te restrikcijama nametnutim Rusiji, ovakav oblik ulaganja osigurava otpornost financijskog sustava i održavanje dugoročne stabilnosti.

## Literatura

1. Alajbeg, D. & Bubaš, Z. (2001). Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane. Institut za javne financije. Zagreb
2. Beursgeschiedenis (Exchange history). Dostupno na: [www.beursgeschiedenis.nl](http://www.beursgeschiedenis.nl) [Pristupljeno: 18.03.2023.]
3. Bogdan, Ž. (2010). Pregled istraživanja o vezi između razvijenosti financijskog sustava i gospodarskog rasta, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 8(1), str. 137-154.
4. Brigham, E. F., Houston, J. F. (2004). Fundamentals of Financial Management. Thomson/South-Western. Sveučilište Cornell
5. Cingula, M., Klačmer, M. (2012). Financijske institucije i tržište kapitala. TIVA, Fakultet organizacije i informatike. Varaždin
6. Čulinović-Herc, E. (2006). Položaj (kvalificiranih) ulagatelja i novi oblici ulaganja prema Zakonu o investicijskim fondovima. Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 56(Posebni broj), str. 45-85.
7. Čulinović-Herc, E., Jurić, D., Braut Filipović, M., Grković, N. (2013). Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala. Pravni fakultet sveučilišta u Rijeci. Rijeka
8. Dalić, M. (2004). Comparative Analysis of the Financial System in Croatia and the Financial Systems in Advanced Transition Economies. Croatian Economic Survey, (6), str. 43-66.
9. Dalić, M. (2002). Usporedna analiza hrvatskog financijskog sustav i financijskih sustava naprednih tranzicijskih zemalja. Privredna kretanja i ekonomska politika, 12, br. 92, str. 27-52.
10. Grizelj, S. (2016). Utjecaj financijskog sustava na gospodarski rast, Disertacija, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet. Preuzeto s: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:929695> [Datum pristupa: 02.03.2023.]
11. Harvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Godišnje izvješće 2008. Dostupno na: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr) [Datum pristupa: 05.04.2023.]
12. Harvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Godišnje izvješće 2021. Dostupno na: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr) [Datum pristupa: 05.04.2023.]
13. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Hanfa). Dostupno na: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr) [Datum pristupa: 10.03.2023.]

14. Hrvatska narodna banka (HNB). Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) [Datum pristupa: 05.03.2023.]
15. Jurić, D. (2005). Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, *Financijska teorija i praksa*, 29(4), str. 385-398.
16. Jurić, D. (2008). Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, 29(1), str. 149-185.
17. Kunovac, M. (2020). Distribucija imovine kućanstva u Hrvatskoj. Istraživanja I-57. Hrvatska narodna banka. Zagreb.
18. Moles, P., Parrino, R., Kidwell, D.S. (2011). *Corporate Finance*. John Wiley & Sons.
19. Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, str. 688-726
20. Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2012). *Financial markets & Institutions*. Seventh edition. Prentice Hall.
21. Mishkin, F. S., Serletis, A. (2011). *The economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Fourth edition. Pearson Canada. Toronto
22. Ministarstvo financija Republike Hrvatske (MFRH). Dostupno na: [www.mfrh.hr](http://www.mfrh.hr) [Datum pristupa: 10.03.2023.]
23. Morić Milovanović, B., i Galetić, F. (2006). Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj, *Financijska teorija i praksa*, 30(1), str. 79-91.
24. Narodne novine (2008). Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, NN 75/2008. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/590/Zakon-o-Hrvatskoj-narodnoj-banci> [Datum pristupa: 16.04.2023.]
25. Narodne novine (2005). Zakon o investicijskim fondovima, NN150/05. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/366/Zakon-o-investicijskim-fondovima> [Datum pristupa: 16.04.2023.]
26. Narodne novine (1995). Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/1995. Dostupno na: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/1995\\_12\\_107\\_1768.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/1995_12_107_1768.html) [Datum pristupa: 16.04.2023.]
27. Novak, B. (2002). *Financijska tržišta i institucije*. Ekonomski fakultet u Osijeku. Osijek
28. Olgić Draženović, B. (2012). Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske. Disertacija, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet. Preuzeto s: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:510939> [Datum pristupa: 04.03.2023.]



29. Olgic Drazenovic, B., Kusanovic, T., i Jurić, Z. (2015). Značaj institucionalnih investitora u evoluciji finansijskih sustava. *Praktični menadžment*, 6(1), str. 165-173.
30. Orsag, S., Dedi, L. (2014). *Tržište kapitala*. Alka skript. Zagreb
31. Orsag, S. (2011) *Vrijednosni papiri, Investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo, Revicon.
32. Pavić Kramarić, T. (2016). *Osnove financija – skripta*. Sveučilište u Splitu
33. Samodol, A. (1999). *Financijska tehnologija i investicijski fondovi*. Progres. Zagreb
34. Saunders, A., Cornett, M. M. (2012). *Financial Markets and Institutions*. Fifth edition. McGraw-Hill/Irwin. New York.
35. Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., Jr. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. Thirteenth edition. Pearson Education Limited. England
36. Vidicki, Đ. (2009). Prednosti i nedostaci investicionih fondova kao finansijskih porednika. *Škola biznisa. Naučnostručni časopis*. UDC 330.322; 336.76

## **Popis slika**

Slika 1. Vrste investicijskih fondova s javnom i privatnom ponudom.....	18
-------------------------------------------------------------------------	----

## Popis tablica

Tablica 1. Prikaz ukupne neto imovine investicijskih fondova, 1995. i 2009. godina .....	15
Tablica 2. Ukupna imovina UCITS i alternativnih investicijskih fondova, 2014. - 2022. godine (u tis. EUR) .....	26
Tablica 3. Struktura ulaganja neto imovine UCITS fondova i mirovinskih fondova u Republici Hrvatskoj 2022. godine ( u tis. EUR) .....	26
Tablica 4. Struktura ulaganja pojedinih vrsta UCITS fondova, 2014. do 2022. godine (u tis. EUR) .....	28
Tablica 5. Prinosi i imovina mirovinski fondova u Republici Hrvatskoj .....	35
Tablica 6. Udio i iznos imovine dioničkih fondova uloženi u tuzemstvo 2022. godine.....	36
Tablica 7. Udio i iznos imovine mješovitih fondova uloženi u tuzemstvo 2022. godine.....	37
Tablica 8. Udio i iznos imovine kratkoročnih obvezničkih fondova uloženi u tuzemstvo 2022. godine.....	38
Tablica 9. Udio i iznos imovine obvezničkih fondova uloženi u tuzemstvo 2022. godine .....	38
Tablica 10. Udio imovine financijskih društava u ukupnoj financijskoj imovini Republike Hrvatske, 2022. godina (u mil. EUR) .....	39
Tablica 11. Komponente financijske imovine kućanstava u RH 2020. godine (u %) .....	40

## **Popis grafikona**

Grafikon 1. Godišnji prinosi dioničkih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)	31
Grafikon 2. Godišnji prinosi mješovitih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)	32
Grafikon 3. Godišnji prinosi mješovitih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)	33
Grafikon 4. Godišnji prinosi mješovitih fondova u Republici Hrvatskoj, 2014. - 2022. godine (u %)	34