

# UCITS INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ NA PRIMJERU ZB INVEST D.O.O.

---

**Ljubić, Robert**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**2019**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Polytechnic of Šibenik / Veleučilište u Šibeniku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:143:906645>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-06**

*Repository / Repozitorij:*

[VUS REPOSITORY - Repozitorij završnih radova Veleučilišta u Šibeniku](#)



**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**  
**ODJEL MENADŽMENT**  
**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**  
**MENADŽMENTA**

**Robert Ljubić**

**UCITS INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI**  
**HRVATSKOJ NA PRIMJERU ZB INVEST D.O.O.**

**Završni rad**

**Šibenik, 2019.**



**VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU**

**ODJEL MENADŽMENT**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**

**MENADŽMENTA**

**UCITS INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI**

**HRVATSKOJ NA PRIMJERU ZB INVEST D.O.O.**

**Završni rad**

**Kolegij:** Financijske institucije i tržišta

**Mentor:** Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

**Student:** Robert Ljubić

**Matični broj studenta:** 0066238161

**Šibenik, rujan 2019.**

## Sadržaj

|  |    |
|--|----|
| 1. UVOD .....  | 1  |
| 2. INVESTICIJSKI FONDOVI KAO INSTITUCIONALNI INVESTITORI .....   | 2  |
| 2.1. Vrste investicijskih fondova.....   | 4  |
| 2.1.1. Otvoreni investicijski fondovi.....   | 5  |
| 2.1.2. Zatvoreni investicijski fondovi.....  | 7  |
| 2.1.3. Alternativni investicijski fondovi.....   | 8  |
| 2.2. Podjela investicijskih fondova .....  | 11 |
| 2.2.1. Novčani fondovi.....  | 12 |
| 2.2.2. Obveznički fondovi.....   | 13 |
| 2.2.3. Dionički fondovi .....  | 14 |
| 2.2.4. Mješoviti fondovi .....   | 14 |
| 2.3. Kretanja u Republici Hrvatskoj.....   | 15 |
| 3. Investicijski fondovi ZB Invest d.o.o. društva za upravljanje.....  | 18 |
| 3.1. ZB plus .....   | 22 |
| 3.2. ZB aktiv.....   | 24 |
| 3.3. ZB global.....  | 27 |
| 3.4. ZB bond.....  | 29 |
| 4. Analiza kretanja prinosa i neto imovine.....  | 32 |
| 4.1. Utjecaj promjene zakonske regulative u Republici Hrvatskoj na novčane i obvezničke investicijske fondove..... | 34 |
| 4.2. Utjecaj financijske krize na dioničke i mješovite investicijske fondove u Republici Hrvatskoj.....            | 36 |
| 5. ZAKLJUČAK .....   | 39 |
| POPIS LITERATURE .....   | 41 |

# TEMELJNA DOKUMENTACIJSKA KARTICA

Veleučilište u Šibeniku

Završni rad

Odjel Menadžmenta

Specijalistički diplomski stručni studij Menadžmenta

## **UCITS INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ NA PRIMJERU ZB INVEST D.O.O.**

ROBERT LJUBIĆ

Sopaljska 42, 22 000 Šibenik, mail: ro.ljubic@gmail.com

Ulaganje u investicijske fondove jedan je od najpopularnijih oblika ulaganja vlastitih sredstava s ciljem ostvarivanja prinosa. Prije samog procesa donošenja odluke neophodno je informirati se o vrstama fondova, njihovim karakteristikama, rizicima, kretanjima i svemu ostalom što je potrebno kako bi uspješno iskoristili sve beneficije koje fondovi nude. U ovom radu će se obraditi sve vrste fondova u Republici Hrvatskoj i to na primjeru fondova iz portfelja ZB Invest društva za upravljanjem investicijskim fondovima. Analizirat će se koje su sve okolnosti utjecale na kretanje u prošlim razdobljima jer upravo su ti podaci potrebni za dublje shvaćanje investicijskih fondova i rizika koji na njih mogu utjecati, a sve u svrhu donošenja uspješnih potencijalnih investicijskih odluka na temelju saznanja iz prethodnih razdoblja.

(42 stranica / 14 slika / 11 tablica / 29 literaturnih navoda / jezik izvornika: hrvatski)

Rad je pohranjen u: Knjižnici Veleučilišta u Šibeniku

Ključne riječi: investicijski fondovi, Republika Hrvatska, ZB Invest

Mentor: Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

Rad je prihvaćen za obranu:

## BASIC DOCUMENTATION CARD

---

Polytechnic of Šibenik

Final paper

Department of Management

Professional Graduate Studies of Management

### **UCITS INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ NA PRIMJERU ZB INVEST D.O.O.**

ROBERT LJUBIĆ

Sopaljska 42, 22 000 Šibenik, mail: ro.ljubic@gmail.com

Investing in investment funds is one of the most popular forms of investing in equity in order to generate returns. Prior to the decision-making process itself, it is necessary to be informed about the types of funds, their characteristics, risks, developments and everything else needed to successfully reap the full benefits of the funds. This paper will cover all types of funds in the Republic of Croatia, on the example of funds from the portfolio of ZB Invest Investment Management Company. It will analyze all the circumstances which had influence on the movement in the previous periods, because this information is needed for a deeper understanding of the investment funds and the risks that may be affected by them, with the purpose of making successful potential investment decisions based on the knowledge from previous periods.

( 42 pages / 14 figures / 11 tables / 29 references / original in Croatian language)

Paper deposited in: Library of Polytechnic of Šibenik

Keywords: investment funds, Republic of Croatia, ZB Invest

Supervisor: Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

Paper accepted:

## 1. UVOD

Tema ovog rada, UCITS investicijski fondovi, odabrana je zbog rastućeg interesa za investiranjem novca u suvremenije oblike ulaganja. Trendovi na financijskim tržištima se stalno mijenjaju stoga je potrebno proširiti vlastita znanja i biti u korak s vremenom. Kako svaka investicija ima svoj trend rasta i trend pada tako vidimo da su donedavno popularna ulaganja, a potom prvenstveno misleći na razne oblike štednji, danas sasvim ili gotovo neisplativa i time neprivlačna svima koji žele svoj novac uložiti i pri tome ostvariti određenu dobit. Pravnim, ali i fizičkim osobama nameću se razna pitanja među kojima je zasigurno u što uložiti vlastiti novac. Zadatak ovog rada biti će prikazati kretanja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj s tim da će se za primjer uzeti fondovi Zagrebačke banke koji će se detaljnije analizirati i usporediti. U drugom poglavlju ovog diplomskog rada teoretski će se objasniti investicijski fondovi kao intitucionalni investitori, vrste investicijskih fondova, njihova podjela, kretanja i trendovi ulaganja u iste u Republici Hrvatskoj. Za primjer, u trećem poglavlju, je uzeto ZB Invest društvo za upravljanje investicijskim fondovima odnosno fondovi koji se nalaze u njihovom portfelju. U četvrtom poglavlju rada analizirani su prinosi i neto imovina investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, ali i fondovi ZB Invest-a. Cilj je bio doći do uzročno-posljedične veze između određenih promjena u poslovnoj okolini i postignutih rezultata u promatranim razdobljima. Na kraju rada, u petom poglavlju, dan je zaključak na temelju svih prikupljenih podataka. Metode koje su korištene u radu su metoda deskripcije, metoda analize i sinteze, komparativna metoda, statistička metoda.



## 2. INVESTICIJSKI FONDOVI KAO INSTITUCIONALNI INVESTITORI

Povijest investicijskih fondova sežu još od početaka 19. stoljeća, točnije 1822. godine, s prvim pokušajem osnivanja investicijskog fonda u Nizozemskoj, a nešto kasnije i u Škotskoj koji su tada zvani "investicijski trustovi". Oni su imali neke od karakteristika današnjih investicijskih fondova. U Londonu 1869. godine osnovan je – „Foreign and Colonial Government Trust“ i smatra se prvim stvarnim (zatvorenim) investicijskim fondom. Prvi otvoreni investicijski fond u Americi bio je: „Massachusetts Investor’s Trust“. Dvadesetih godina prošlog stoljeća u Bostonu je osim „Massachusetts Investor’s Trusta“ osnovano još nekoliko fondova: State Street Fund, Fidelity Investments, Scudder (danas posluje pod nazivom DWS Investments), Pioneer Investments, itd. – koji su i danas vodeće globalne investicijske grupacije. Krah burze 1929. godine i velika svjetska ekonomska kriza koja je uslijedila nakon toga, usporila je razvoj fondovske industrije međutim od 50-ih godina prošlog stoljeća pa sve do danas, veličina i popularnost investicijskih fondova raste proporcionalno rasponu i sofisticiranosti njihovih proizvoda, usluga i distribucijskih kanala sve kako bi zadovoljili potrebe svojih klijenata. Dok je krajem dvadesetih godina egzistiralo desetak investicijskih fondova, a šezdesetih godina nekoliko stotina, danas postoji na tisuće različitih fondova različitog tipa, vrsta i strategija ulaganja. Investicijski fondovi danas su nositelji aktivnosti i jedni od najvažnijih sudionika i pokretača globalnog financijskog tržišta financijskog tržišta. Prema istraživanju koje je provelo američko udruženje upravitelja investicijskih fondova – Investment Company Institute (ICI). Danas u SAD-u više od 88 milijuna ljudi ulaže u investicijske fondove, a i država dodatno stimulira one koji kroz investicijske fondove štede za mirovinu.<sup>1</sup>

Industrija investicijskih fondova u Hrvatskoj je relativno mlada i počela se razvijati prije dvadesetak godina. Pojava FondInvesta koje je prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima registrirano u Hrvatskoj, kojeg 2002. godine preuzima i dokapitalizira slovenska financijska grupacija KD Group te mu mijenja naziv u KD Investments. Ubrzo društva za upravljanje investicijskim fondovima počinju osnivati i vodeće banke. Tako su 1998. godine osnovani PBZ Invest, Erste Invest, Hypo Alpe-Adria-Invest i mnogi drugi. Na početku su prvo osnivani fondovi konzervativne prirode (novčani i obveznički) koji su prvenstveno bili namijenjen velikim poduzećima za potrebe „cash menadžment-a“, bankama i osiguravajućim

---

<sup>1</sup> <https://www.fondovi.hr/edukacija/kratka-povijest-investicijskih-fondova/>, 16.7.2019.

društvima. U sljedećoj tablici navedena su sva registrirana društva za upravljanje investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj te opseg njihovih djelatnosti koje su ovlaštene obavljati.

Tablica 1. Popis registriranih društava za upravljanje investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj

| Društva za upravljanje investicijskim fondovima |  | Djelatnosti*           |
|---|--|------------------------|
| 1.  | Allianz Invest d.o.o.  | 1-04, 1-05, 3-01       |
| 2.  | ALTERNATIVE INVEST d.o.o.  | 3-01, 3-02             |
| 3.  | AUCTOR INVEST d.o.o.   | 1-04, 3-01, 3-02       |
| 4.  | Erste Asset Management d.o.o.  | 1-04, 1-05, 3-01, 3-02 |
| 5.  | Global Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima | 3-01, 3-02             |
| 6.  | HPB Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje UCITS fondovima             | 3-01                   |
| 7.  | INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.   | 1-04, 1-05, 3-01, 3-02 |
| 8.  | KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima                        | 3-01, 3-02             |
| 9.  | OTP INVEST d.o.o.  | 3-01, 3-02             |
| 10.   | PBZ INVEST d.o.o.  | 1-04, 1-05, 3-01       |
| 11.   | PLATINUM INVEST d.o.o.   | 3-01                   |
| 12.   | Raiffeisen Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje UCITS fondovima      | 1-04, 1-05, 3-01       |
| 13.   | SQ CAPITAL društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima    | 3-01, 3-02             |
| 14.   | ZB INVEST d.o.o.   | 1-04, 1-05, 3-01, 3-02 |

Izvor: izradio autor, prema: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/drustva-za-upravljanje-ucits-fondovima/?sort=Naziv&dir=Asc>, preuzeto: 11.9.2019.

#### Djelatnosti\*

- 3-01 Osnivanje i upravljanje UCITS fondom
- 3-02 Osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondom
- 3-04 Osnivanje i upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondom

- 3-05 Pohrana i administriranje
- 1-04 Upravljanje portfeljem
- 1-05 Investicijsko savjetovanje

## 2.1. Vrste investicijskih fondova

Generalno gledajući investicijski fondovi dijele se na UCITS fondove i alternativne investicijske fondove. Iako su tema ovog rada UCITS fondovi bitno je dotaknuti se i ukratko objasniti razlike između navednih grupacija fondova.

Prema Zakonu o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom investicijski fond je subjekt za zajednička ulaganja čija je jedina svrha i namjena prikupljanje sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganje tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom ulaganja investicijskog fonda, a isključivo u korist imatelja udjela u tom investicijskom fondu. UCITS fond je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom:

a) koji ima za isključivi cilj zajedničko ulaganje imovine, prikupljene javnom ponudom udjela u fondu, u prenosive vrijednosne papire ili u druge oblike likvidne financijske imovine iz članka 252. stavka 1. ovoga Zakona, a koji posluje po načelima razdiobe rizika,

b) čiji se udjeli, na zahtjev ulagatelja, otkupljuju izravno ili neizravno, iz imovine toga fonda. Radnje koje društvo za upravljanje poduzima kako bi se osiguralo da tržišna vrijednost udjela ne odstupa bitno od neto vrijednosti imovine po udjelu (cijene udjela), izjednačene su s otkupom udjela i

c) koji je osnovan u skladu s dijelom desetim ovoga Zakona, odnosno propisima države članice donesenima na temelju Direktive 2009/65/EZ.<sup>2</sup>

UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) otvoreni investicijski fond s javnom ponudom osniva se isključivo s ciljem zajedničkog ulaganja

---

<sup>2</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016\\_05\\_44\\_1135.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_05_44_1135.html), preuzeto 5.8.2019.

imovine, prikupljene javnom ponudom udjela u fondu, u prenosive vrijednosne papire ili druge oblike likvidne financijske imovine, te posluje po načelima razdiobe rizika.

UCITS fondom na temelju odredbi prospekta i zakona, upravlja društvo za upravljanje investicijskim fondovima. Investicijski fond omogućava ulagateljima, imateljima udjela u fondu, da svoja sredstva investiraju na tržištima na kojima im, s obzirom na pojedinačne uloge, to možda ne bi bilo moguće te da iskoriste znanja i tehnike društva za upravljanje. Osnivanje i rad UCITS fondova odobrava i nadzire Hrvatska agencija za nadzor financijskim uslugama (HANFA) na temelju zakona koji reguliraju poslovanje društva za upravljanje UCITS fondovima. Cjelokupna imovina fonda je podijeljena na jednake dijelove "udjele", radi lakšeg praćenja kretanja vrijednosti pojedinog uloga, a svaki udjel predstavlja proporcionalan dio u ukupnoj imovini otvorenog investicijskog fonda. Sredstva UCITS fonda prikupljena javnom ponudom udjela u fondu te imovina stečena ulaganjem uplaćenih novčanih sredstava, uključujući prihode i prava proizašla iz imovine fonda, čine otvoreni UCITS fond, odnosno zasebnu imovinu u zajedničkom vlasništvu svih imatelja udjela u fondu. Primitkom nove uplate klijenta fond "izdaje" odgovarajući broj novih udjela, dok se povlačenjem uloga, odnosno prodajom "otkupljuje" odgovarajući broj udjela. Obaveza je društva za upravljanje UCITS fondovima da svakom imatelju udjela koji u bilo koje doba zahtijeva otkup udjela, iste otkupi odnosno isplati, pri čemu se prodavatelju priznaje cijena u skladu s odredbama prospekta fonda. Vrijednost, odnosno cijena udjela u fondu mijenja se svakodnevno ovisno o promjeni cijena vrijednosnih papira koji se nalaze u portfelju fonda. Cijena udjela u fondu se izračunava dijeljenjem neto vrijednosti imovine fonda sa brojem izdanih udjela, a vrijednost neto imovine fonda izračunava se za svaki dan sljedećeg radnog dana.<sup>3</sup>

### **2.1.1. Otvoreni investicijski fondovi**

UCITS - Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities (Društva za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire) odnosno otvoreni investicijski fond je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva društvo za upravljanje i kojom društvo za upravljanje upravlja u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela u toj imovini u skladu s odredbama ovoga Zakona, prospekta i pravila toga fonda. Udjeli u otvorenom investicijskom fondu se, na zahtjev imatelja udjela, otkupljuju, izravno ili neizravno, iz imovine otvorenog

---

<sup>3</sup> <http://www.zbi.hr/home/zbi/sto-su-otvoreni-investicijski-fondovi/hr/>, 16.7.2019.

investicijskog fonda. Ako pravo države članice ili treće države to dozvoljava, otvoreni investicijski fond može imati pravnu osobnost.<sup>4</sup>

Otvoreni investicijski fond je onaj koji može izdati neograničeni broj udjela, što znači da se za svaku novu uplatu dodjeljuju novi udjeli, a obrnuto vrijedi za prodaju udjela. S javnom ponudom znači da je dostupan svim zainteresiranim ulagačima odnosno neodređenom broju osoba. Suprotnost bi bio fond s privatnom ponudom koji je usmjeren isključivo prema ograničenoj skupini kvalificiranih ulagatelja. UCITS fondovi su oni otvoreni investicijskih fondovi s javnom ponudom čije je poslovanje prilagođeno EU direktivama. UCITS fondovi strože su i detaljnije regulirani te je njihovo poslovanje ujednačeno na razini cijele Europske unije. UCITS fondovi regulirani su i strukturirani na način da ulagaču koji nema posebna financijska i investicijska znanja pružaju maksimalnu zaštitu te ga ne izlažu kompleksnim rizicima. Fondovi koji mogu investirati sredstva svojih ulagača u kompleksne i visokorizične vrijednosne papire ili na načine koje donose dodatne rizike za koje se smatra da nisu primjereni za prosječnog ulagača svrstani su u druge kategorije, npr. alternativne investicijske fondove te su prvenstveno namijenjeni profesionalnim ulagačima.<sup>5</sup>

S obzirom da otvoreni investicijski fondovi izravno investitoru prodaju, ili od njega kupuju udjele, investitor se ne registrira na burzi. Ovdje je dakle riječ o permanentnoj kupnji i prodaji udjela, tako da je kapital otvorenih investicijskih fondova varijabilan i ovisan o 14 stalnim kupnjama i prodajama. Za razliku od samostalnog ulaganja koje u mnogo čemu pogoduje velikim igračima, u slučaju investicijskih fondova, razlike u pristupu velikom i malom investitoru svedene su na gotovo istu mjeru. Ulaganje u investicijske fondove treba započeti analizom vlastitih financijskih ciljeva. Što se mogućnosti povlačenja uloga tiče, investicijski fondovi su slični štednji po viđenju. Dok je kod štednje veću kamatu moguće ugovoriti uz povećanje roka oročenja, dakle odricanjem od mogućnosti raspolaganja novcem na duži rok, kod investicijskih fondova očekivani prinos moguće je povećati promjenom strukture, odnosno vrste, imovine u koju fond investira.<sup>6</sup>

Vrijednost imovine fonda izračunava i utvrđuje društvo svakoga burzovnog dana na temelju tečajnih vrijednosti njegovih vrijednosnih papira i depozita u financijskim institucijama te

---

<sup>4</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016\\_05\\_44\\_1135.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_05_44_1135.html), preuzeto 5.8.2019.

<sup>5</sup> <https://hrportfolio.hr/o-fondovima/opcenito-o-fondovima>, 16.7.2019.

<sup>6</sup> Lešić Z., Gregurek M., Financijske institucije i tržišta, Veleučilište "Baltazar" Zaprešić, 2014., str.98.

drugih imovinskih vrijednosti uz odbitak obveza. Svaki vlasnik dokumenta o udjelu u fondu može u svako doba zahtijevati isplatu dokumenta o udjelu uz njegov povrat i istup iz fonda.<sup>7</sup>

### **2.1.2. Zatvoreni investicijski fondovi**

Zatvoreni investicijski fondovi u pravilu su osnovani kao dionička društva, što znači da investitor koji ulaže u taj tip fonda kupuje dionice tog fonda, i za razliku od otvorenih investicijskih fondova, njima se trguje na organiziranim tržištima.<sup>8</sup>

Povijesno gledajući zatvoreni investicijski fondovi javljaju se kako slijedi:<sup>9</sup>

1. u Švicarskoj 1984. godine osnovan je zatvoreni fond “Société civile Genèveise d’emploi de fonds”;
2. u Velikoj Britaniji godine 1868. osnovan je zatvoreni investicijski fond “Foreign & Colonial Government Trust”;
3. u SAD-u (Boston) godine 1894. osnovan je zatvoreni investicijski fond “Boston Personal Property Trust”;
4. u Njemačkoj je 1923. godine osnovan zatvoreni investicijski fond “Zickert’sche Kapitalverein”.

Glavne karakteristike zatvorenih investicijskih fondova su:

- imovina fonda je podijeljena na udjele te se u svakom trenutku zna postojeći broj udjela,
- cijena jednog udjela fonda dobije se dijeljenjem neto imovine fonda (NAV) s ukupnim brojem udjela,
- neto imovina fonda je imovina fonda umanjena za obveze fonda, ali i naknade,

---

<sup>7</sup> Morić Milovanović B., Galetić F. ,Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj. Financijska teorija i praksa, 2006., str.81.

<sup>8</sup> Tipurić, D. (2008.): Korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb, str.25

<sup>9</sup> Žunić-Kovačević, N. i Čulinović-Herc, E.(2008.): Prekogranični i porezno-pravni aspekti djelovanja investicijskih fondova Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, str. 188

- podjela na udjele postoji zbog praćenja prinosa pojedinih klijenata, ali i samoga fonda,
- cijena se računa jedan radni dan unazad,
- prilikom kupnje uložena sredstva dijele s cijenom udjela i dobiva se broj udjela koji kupuje pojedini investitor,
- sa svakom novom cijenom množi se broj udjela i dobiva se nova vrijednost uložених sredstava.<sup>10</sup>

Osnivanjem zatvorenog investicijskog fonda u Velikoj Britaniji, 1868. godine (“Foreign & Colonial Government Trust”) prvi je put definirano da: investicijski fond služi kao sredstvo koje pruža ulagatelju umjerenih ili osrednjih sredstava jednake prednosti i ulagateljsku poziciju kao da se radi o krupnom ulagatelju i to u pogledu smanjenja rizika koji nosi sa sobom ulaganje u inozemne vrijednosnice, a na način da ulaganje raspršuje u veći broj i oblik vrijednosnica.

### **2.1.3. Alternativni investicijski fondovi**

Za razliku od UCITS fondova koji su namijenjeni svima koji žele ulagati odnosno malim i profesionalnim ulagačima odnosno široj javnosti, alternativni investicijski fondovi namijenjeni su ozbiljnijim ulagačima koji imaju više znanja i iskustva u tom području. Preuzimanjem većeg rizika ulaganjem u dodatne vrste imovine u kojima UCITS fondovi nije dozvoljeno ulagati, takav profil ulagača potencijalno može ostvariti znatno veću dobit. Alternativni investicijski fondovi mogu biti s javnom ponudom te s privatnom ponudom te otvorenog i zatvorenog tipa. Vrhovni zakonodavni okvir u Republici Hrvatskoj je Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18), a nadležno tijelo jest HANFA (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga). Iz sljedeće tablice možemo vidjeti broj alternativnih investicijskih fondova po vrstama u promatranom razdoblju u Republici Hrvatskoj.

Otvoreni AIF je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (u daljnjem tekstu: UAIF), u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u AIF, u skladu s odredbama ovoga Zakona, prospekta i/ili pravila toga AIF-a. Otvorenim AIF-om može upravljati samo vanjski UAIF. Udjeli otvorenog

---

<sup>10</sup> Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2013). *Bankarsko poslovanje*. RRiF plus.

AIF-a otkupljuju se na zahtjev ulagatelja, izravno ili neizravno, iz imovine otvorenog AIF-a, na način i pod uvjetima utvrđenim prospektom i/ili pravilima AIF-a, i to prije likvidacije odnosno prestanka AIF-a.<sup>11</sup>

Tablica 2. Broj alternativnih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, na kraju razdoblja

| Vrsta alternativnog investicijskog fonda  | Godina    |           |           |           |           |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|   | 2014.     | 2015.     | 2016.     | 2017.     | 2018.     |
| Alternativni investicijski fondovi / Alternative investment funds   | <b>28</b> | <b>28</b> | <b>30</b> | <b>39</b> | <b>34</b> |
| - S javnom ponudom / Public offering  | <b>5</b>  | <b>5</b>  | <b>5</b>  | <b>5</b>  | <b>5</b>  |
| Otvoreni s javnom ponudom / Opened with public offering   | <b>1</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  |
| Zatvoreni s javnom ponudom / Closed-end with public offering  | <b>3</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  |
| Zatvoreni s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine<br>Closed-end with public offering in real estate                                 | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  |
| - S privatnom ponudom / Private offering  | <b>23</b> | <b>23</b> | <b>25</b> | <b>34</b> | <b>29</b> |
| Osnovni s privatnom ponudom / Base with private offering  | <b>14</b> | <b>10</b> | <b>9</b>  | <b>10</b> | <b>10</b> |
| Posebni s privatnom ponudom / Special with private offering   | <b>2</b>  | <b>5</b>  | <b>8</b>  | <b>16</b> | <b>12</b> |
| Rizičnog kapitala / Private equity  | <b>7</b>  | <b>7</b>  | <b>7</b>  | <b>7</b>  | <b>6</b>  |
| Rizičnog kapitala s privatnom ponudom<br>Private equity open-ended with private offering*   | <b>2</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  | <b>2</b>  | <b>1</b>  |
| Rizičnog kapitala s privatnom ponudom - Fondovi za gospodarsku suradnju<br>Private equity open-ended - Funds for Economic Cooperation | <b>5</b>  | <b>5</b>  | <b>5</b>  | <b>5</b>  | <b>5</b>  |
| Zatvoreni s privatnom ponudom / Closed-end with private offering  |           | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  |

Izvor: Izradio autor na temelju podataka s

<https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3>, preuzeto 11.9.2019.

Zatvoreni AIF je:

a) zatvoreni AIF s pravnom osobnošću – pravna osoba osnovana u obliku dioničkog društva ili društva s ograničenom odgovornošću koju osniva i kojom upravlja UAIF u njezino ime i za njezin račun u skladu s odredbama ovoga Zakona, pravilima AIF-a, prospektom AIF-a kada je to primjenjivo te statutom ili društvenim ugovorom AIF-a, a čiji udjeli na zahtjev ulagatelja nisu otkupivi iz imovine AIF-a. Zatvoreni AIF s pravnom osobnošću može se osnovati i bez vanjskog UAIF-a, kao zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem

<sup>11</sup> Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18), <https://www.zakon.hr/z/565/Zakon-o-alternativnim-investicijskim-fondovima>, preuzeto 11.9.2019.



b) zatvoreni AIF bez pravne osobnosti – zasebna imovina, bez pravne osobnosti, koju osniva i kojom upravlja UAIF, u svoje ime i za zajednički račun ulagatelja u AIF, u skladu s odredbama ovoga Zakona i pravilima AIF-a, a čiji udjeli na zahtjev ulagatelja nisu otkupivi iz imovine AIF-a. Zatvorenim AIF-om bez pravne osobnosti uvijek upravlja vanjski UAIF.<sup>12</sup>

Tablica 3. Popis registriranih društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj

| Redni broj | Naziv investicijskog društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima       | KATEGORIJA | DJELATNOST             |
|------------|--|------------|------------------------|
| 1.         | ALTERNATIVE INVEST d.o.o.  | veliki     | 3-01, 3-02             |
| 2.         | AUCTOR INVEST d.o.o.   | veliki     | 1-04, 3-01, 3-02       |
| 3.         | CGS Capital d.o.o. za osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondovima     | srednji    | 3-02                   |
| 4.         | Erste Asset Management d.o.o.  | veliki     | 1-04, 1-05, 3-01, 3-02 |
| 5.         | Global Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima | veliki     | 3-01, 3-02             |
| 6.         | HONESTAS PRIVATE EQUITY PARTNERI d.o.o.  | veliki     | 3-02                   |
| 7.         | HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO DRUŠTVO d.o.o.   | veliki     | 3-02                   |
| 8.         | Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima         | srednji    | 3-02                   |
| 9.         | INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.   | veliki     | 1-04, 1-05, 3-01, 3-02 |
| 10.        | KD Locusta Fondovi d.o.o. za upravljanje investicijskim fondovima                        | srednji    | 3-01, 3-02             |
| 11.        | Maverick Wealth Management d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima  | srednji    | 3-02                   |
| 12.        | OTP INVEST d.o.o.  | veliki     | 3-01, 3-02             |
| 13.        | PROSPERUS INVEST d.o.o.  | veliki     | 3-02                   |
| 14.        | QUAESTUS PRIVATE EQUITY d.o.o.   | veliki     | 3-02                   |
| 15.        | SQ CAPITAL društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima    | veliki     | 3-01, 3-02             |
| 16.        | ZB INVEST d.o.o.   | veliki     | 1-04, 1-05, 3-01, 3-02 |

<sup>12</sup> Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18), <https://www.zakon.hr/z/565/Zakon-o-alternativnim-investicijskim-fondovima>, preuzeto 11.9.2019.

Izvor: izradio autor prema podacima s <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/registri/drustva-za-upravljanje-alternativnim-investicijskim-fondovima/>, preuzeto: 12.9.2019.

## Djelatnosti

- 3-01 Osnivanje i upravljanje UCITS fondom
- 3-02 Osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondom
- 3-04 Osnivanje i upravljanje dobrovoljnim mirovinskim fondom
- 3-05 Pohrana i administriranje
- 1-04 Upravljanje portfeljem
- 1-05 Investicijsko savjetovanje

U priloženoj tablici nalazi se popis svih registriranih društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj i opis djelatnosti koje su ovlaštene obavljati.

## 2.2. Podjela investicijskih fondova

Velike brokerske kuće, neovisne tvrtke koje posluju vrijednosnim papirima i banke nude veliki broj različitih investicijskih fondova. Investicijski fondovi udružuju sredstva puno malih ulagača tako što njima prodaju udjele u fondu, a prikupljenim sredstvima kupuju vrijednosne papire. U sklopu procesa transformacije sredstava putem izdavanja udjela malih iznosa i ulaganja u velike blokove vrijednosnih papira, investicijski fondovi mogu iskoristiti prednosti popusta na brokerske usluge koji proizlaze iz kupovine velikih blokova te tako kupiti diverzificirane portfelje. Investicijski fondovi omogućuju malim ulagačima da iskoriste prednosti nižih troškova pri kupnji vrijednosnih papira i smanje rizik držanjem diverzificiranog portfelja. Još jedan od razloga zašto ulagači kupuju udjele u investicijskim fondovima jest taj što oni omogućuju jeftinu mogućnost diverzifikacije portfelja kupovinom stranih dionica.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2005.) Financijska tržišta i institucije, Zagreb: Mate

S obzirom na karakteristike, postoje više vrsta investicijskih fondova s javnom ponudom kao što su: novčani, obveznički, dionički i mješoviti fondovi.

Tablica 4. Karakteristike investicijskih fondova

| KATEGORIJA                                       | ULAGANJE  | GLAVNA KARAKTERISTIKA  |
|--|---|--|
| dionički fondovi (equity, stock)                 | pretežno u dionice - visoka volatilnost   | dinamična strategija ulaganja  |
| mješoviti fondovi (global, balanced)             | u dionice i obveznice - srednja volatilnost   | umjerena do umjereno konzervativna strategija ulaganja                 |
| obveznički fondovi (bond)                        | u obveznice - mala volatilnost  | konzervativna strategija ulaganja                                      |
| kratkoročni obveznički fondovi (short term bond) | pretežno u trezorske zapise i bankovne depozite - iznimno mala volatilnost  | jako konzervativna strategija ulaganja                                 |
| posebni fondovi                                  | posebne strategije investiranja, npr. s dodatnom garancijom, rizičnost ovisi o strategiji ulaganja                  | različito od fonda do fonda, npr. fond s dospjećem, fond fondova i sl. |
| novčani fondovi                                  | pretežno u trezorske zapise i bankovne depozite - praktički nema negativnih pomaka, rast je minimalan i kontinuiran | iznimno konzervativna strategija ulaganja                              |

Izvor: <https://hrportfolio.hr/o-fondovima/opcenito-o-fondovima>, preuzeto: 12.9.2019.

### 2.2.1. Novčani fondovi

Novčani fondovi podrazumjevaju ulaganje u depozite banaka i kratkoročne dužničke vrijednosne papire najkvalitetnijih izdavatelja. Rast imovine fonda je polagan, ali kontinuiran, dok oscilacija vrijednosti udjela praktički ni nema. Prinos novčanih fondova u pravilu je veći od kamata štednje po viđenju, a manji od oročene štednje na duže rokove. Novčane fondove, koji su u Hrvatskoj uglavnom kunski, najviše koriste tvrtke, kao ponajbolji način kratkoročnog plasmana novca.<sup>14</sup>

Unazad nekoliko godina primjetan je trend povlačenja ulagača iz novčanih fondova koji zbog niskih kamatnih stopa nude sve manje prinose. Kraj prošle godine dočekali su na 7,1 milijardu kuna neto imovine što je 18 posto manje nego godinu ranije. Iz priložene statističke tablice Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga možemo vidjeti negativan trend neto vrijednosti novčanih investicijskih fondova od kraja 2016.

<sup>14</sup> <https://www.globalinvest.hr/investicijski-fondovi/opcenito-o-investicijskim-fondovima.html>, preuzeto 25. 7. 2019.

Tablica 5. Neto imovina investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj (na kraju razdoblja, u tisućama HRK)

| Vrsta investicijskog fonda         | Promatrano razdoblje |                   |                   |                   |                   |                   |
|------------------------------------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                                    | 2013.                | 2014.             | 2015.             | 2016.             | 2017.             | 2018.             |
| <b>UCITS fondovi / UCITS funds</b> | <b>13.035.257</b>    | <b>12.978.397</b> | <b>13.857.695</b> | <b>18.440.776</b> | <b>18.499.606</b> | <b>19.117.229</b> |
| Novčani / Money                    | 9.797.924            | 9.180.308         | 9.256.527         | 11.111.297        | 8.671.882         | 7.082.940         |
| Obveznički / Bond                  | 393.715              | 934.891           | 1.457.602         | 4.048.794         | 6.261.893         | 8.700.110         |
| Mješoviti / Balanced               | 748.981              | 749.768           | 809.312           | 866.564           | 884.054           | 848.292           |
| Dionički / Equity                  | 1.873.408            | 1.696.259         | 1.630.344         | 1.790.136         | 1.913.771         | 1.597.766         |
| Napajajući / Feeder                |                      |                   |                   |                   |                   | 19.304            |
| Ostali / Others                    | 221.229              | 417.172           | 703.910           | 623.985           | 768.006           | 868.817           |

Izvor: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

Prateći statističke podatke možemo vidjeti da su upravo novčani fondovi ostvarili najveći pad dok obveznički bilježe konstantni rast vrijednosti neto imovine.

### 2.2.2. Obveznički fondovi

Obveznički fondovi ulažu u dužničke vrijednosne papire, odnosno obveznice koje karakterizira manje osciliranje vrijednosti udjela (rizičnost). Takvi fondovi imaju za cilj stabilan rast vrijednosti udjela kroz investiranje u državne i korporativne obveznice koje donose fiksnu kamatu.

Karakteristike obvezničkih fondova:

- pretežno ulažu u obveznice,
- namijenjeni su ulagateljima koji žele ostvariti potencijalno viši prinos u odnosu na

novčane fondove, a spremni ste prihvatiti manje oscilacije vrijednosti udjela,

- namijenjeni za kratkoročne, srednjoročne i dugoročne ciljeve.<sup>15</sup>

### **2.2.3. Dionički fondovi**

Dionica je vrijednosni papir, odnosno pismena isprava ili elektronski zapis koji svojim vlasnicima daje točno utvrđena prava. Koja su to prava ovisi i o vrsti dionica za koje se netko odlučit

- redovite dionice imaju pravo glasa
- povlaštene dionice obično nemaju pravo glasa, ali najčešće imaju zajamčenu dividendu.

Dividenda je dio dobiti koji se u dioničkom društvu isplaćuje dioničarima. Isplata dividendi nije obvezna. Katkad se dioničari mogu složiti da je radi bržeg razvoja poduzeća cjelokupnu dobit bolje usmjeriti u investicije. Želite li kupiti ili prodati dionice, prvi je korak izabrati brokera koji je član Zagrebačke burze, kao jedinog organiziranog tržišta dionica u Hrvatskoj. Broker je zaposlenik ovlaštenog društva (brokersko društvo ili banka) kojemu je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Hanfa) izdala dozvolu za obavljanje poslova brokera.<sup>16</sup>

### **2.2.4. Mješoviti fondovi**

Fondovi koji ulažu u različite vrijednosne papire (npr. i obveznice i dionice) i druge investicijske fondove kombinirajući mogućnost povećanja dioničke izloženosti s prinosom obveznica. Mješoviti fondovi pružaju veću mogućnost fond managerima za upravljanje (manevriranje) kada su u pitanju investicije.<sup>17</sup> Budući da takva vrsta fonda ima mješovitu strukturu, ima manju rizičnost od dioničkih fondova. Ovakav tip fonda namijenjen je prvenstveno ulagateljima s dugoročnim ulagačkim horizontom i većom tolerancijom prema riziku.

---

<sup>15</sup> <https://www.rbainvest.hr/investicijski-fondovi/obveznicki-fondovi>, preuzeto: 27.7.2019.

<sup>16</sup> <https://gov.hr/moja-uprava/financije-i-porezi/stednja-i-ulaganje/ulaganje-u-dionice/436>, preuzeto: 12.8.2019.

<sup>17</sup> <https://www.erste-am.hr/hr/ulagatelji/nasi-fondovi/mjesoviti-fondovi>, preuzeto: 22.8.2019.

### 2.3. Kretanja u Republici Hrvatskoj

Poslovanje investicijskih fondova, kao i djelokrug i nadležnost Hanfe, u tom području, uređeno je Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom i Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima. U okviru svoje nadležnosti, Hanfa provodi nadzor nad društvima za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom i društvima za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, državi članici ili trećoj državi, koja nude udjele investicijskih fondova kojima upravljaju na području Republike Hrvatske te ostalim subjektima. Hanfa je nadležna i za nadzor Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji i Umirovljeničkog fonda. Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom propisuju se uvjeti za osnivanje i rad UCITS fondova i društava za upravljanje UCITS fondovima te se uređuje način izdavanja i otkupa udjela UCITS fondova, trgovanje udjelima UCITS fondova, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanjem UCITS fondova, društava za upravljanje UCITS fondovima, depozitara i osoba koje nude udjele u UCITS fondovima.<sup>18</sup>

Investicijski fondovi su privlačni mnogim pojedincima i institucionalnim ulagačima zato što su njihovi dugoročni prinosi relativno visoki i većina fondova je dobro diverzificirana, diverzificirajući izloženost ulagača riziku preko različitih vrsta dionica, obveznica i drugih financijskih instrumenata. Ove su investicijske kompanije jako inovativne, razvijaju mnogo novih vrsta fondova posljednjih godina, te su visokokonkurentne jedna u odnosu na drugu, značajno snižavajući u posljednje vrijeme svoje provizije i naknade da bi privukle više klijenata u ovaj sektor. Prednost investicijskih fondova je u tome što njihov profesionalni menadžer nadzire uspješnost svake vrijednosnice koju drži fond te stalno traži profitabilne prilike za trgovanje. Za mnogo malih malih ulagača, koji nemaju niti stručnosti niti vremena da bi stalno pratili tržište, pristup uslugama profesionalnog upravljanja novcem može biti značajna prednost. Međutim, neke vlasti tvrde da se investicijski fondovi često uključuju u previše dnevnih manipulacija portfeljima, stvarajući troškove i smanjujući prinose. Nekoliko je problema i rizika povezano s prodajom investicijskih proizvoda. S jedne strane, njihovu vrijednost određuje tržište te njihova uspješnost može biti jako raočaravajuća, što ljuti

---

<sup>18</sup> <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/>, preuzeto: 10.9.2019.

komitente koji, primjerice, mogu držati financijsko poduzeće koje nudi uslugu ima više standarde i rezultate nego broker vrijednosnicama.<sup>19</sup>

Sljedeća tablica prikazuje nam ukupan broj te pojedinačni broj UCITS fondova od kraja 2014. do kraja 2018. u Republici Hrvatskoj.

Tablica 6. Broj investicijskih fondova (na kraju razdoblja)

| Vrste investicijskih fondova | 12.2014   | 12.2015   | 12.2016   | 12.2017   | 12.2018   |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| UCITS fondovi / UCITS funds  | <b>82</b> | <b>85</b> | <b>91</b> | <b>95</b> | <b>96</b> |
| Novčani / Money              | 21        | 20        | 20        | 22        | 21        |
| Obveznički / Bond            | 10        | 11        | 15        | 16        | 19        |
| Mješoviti / Balanced         | 10        | 9         | 8         | 9         | 9         |
| Dionički / Equity            | 28        | 27        | 26        | 26        | 23        |
| Napajajući / Feeder          |           |           |           |           | 2         |
| Ostali / Other               | 13        | 18        | 22        | 22        | 22        |

Izvor: izradio autor, prema podacima s [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

U promatranom razdoblju vidimo da po broju fondova dominiraju dionički fondovi te u nešto manjem broju dionički fondovi. Iza njih slijede obveznički te mješoviti kojih najmanje ima.

U sljedećoj tablici detaljnije možemo vidjeti strukturu ulaganja UCITS investicijskih fondova u promatranom razdoblju. Društvo koje upravlja investicijskim fondom može ulagati u dionice, državne obveznice, municipalne obveznice, korporativne obveznice, depozite, alternativne investicijske fondove itd.

<sup>19</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. MATE doo, Zagreb.

Tablica 7. Struktura ulaganja UCITS fondova (na kraju razdoblja, u tisućama HRK)

| Vrsta imovine                               | Razdoblje         |                   |                   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|   | 12.2014           | 12.2015           | 12.2016           | 12.2017           | 12.2018           |
| Novčana sredstva                            | <b>952.285</b>    | <b>1.008.191</b>  | <b>2.410.810</b>  | <b>2.324.541</b>  | <b>2.844.618</b>  |
| Potraživanja                                | <b>131.009</b>    | <b>140.314</b>    | <b>326.203</b>    | <b>491.859</b>    | <b>72.992</b>     |
| Vrijednosni papiri i depoziti               | <b>12.174.327</b> | <b>12.942.475</b> | <b>17.158.828</b> | <b>16.422.570</b> | <b>17.252.608</b> |
| <i>Domaći</i>                               | 10.675.492        | 11.443.852        | 15.580.920        | 13.841.039        | 14.426.981        |
| <b>Dionice + GDR</b>                        | 673.013           | 670.088           | 826.260           | 671.267           | 547.768           |
| <b>Državne obveznice</b>                    | 1.941.297         | 2.583.365         | 5.652.130         | 6.194.056         | 8.934.409         |
| <b>Municipalne obveznice</b>                | 1.234             | 820               | 404               | 0                 | 0                 |
| <b>Korporativne obveznice</b>               | 223.177           | 234.049           | 276.093           | 141.126           | 205.738           |
| <b>AIF</b>                                  | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>UCITS fondovi</b>                        | 89.595            | 93.997            | 86.445            | 101.939           | 74.095            |
| <b>Instrumenti tržišta novca</b>            | 4.014.022         | 3.408.919         | 4.830.844         | 3.799.837         | 1.852.531         |
| <b>Depoziti</b>                             | 3.733.155         | 4.452.613         | 3.908.746         | 2.932.814         | 2.812.440         |
| <i>Inozemni</i>                             | 1.498.835         | 1.498.623         | 1.577.908         | 2.581.531         | 2.825.627         |
| <b>Dionice</b>                              | 1.081.684         | 1.058.361         | 1.023.485         | 1.324.448         | 1.084.204         |
| <b>Državne obveznice</b>                    | 136.001           | 89.913            | 224.790           | 534.546           | 1.205.441         |
| <b>Municipalne obveznice</b>                | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Korporativne obveznice</b>               | 69.225            | 59.294            | 37.305            | 88.302            | 80.882            |
| <b>AIF</b>                                  | 0                 | 1.734             | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>UCITS fondovi i UIF s javnom ponudom</b> | 198.517           | 289.321           | 292.328           | 389.123           | 366.617           |
| <b>Instrumenti tržišta novca</b>            | 13.409            | 0                 | 0                 | 245.112           | 88.482            |
| <b>Depoziti</b>                             | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Ostala imovina</b>                       | 5.020             | <b>7.560</b>      | <b>12.200</b>     | <b>15.851</b>     | <b>19.558</b>     |
| <b>UKUPNA IMOVINA</b>                       | <b>13.262.641</b> | <b>14.098.540</b> | <b>19.908.041</b> | <b>19.254.821</b> | <b>20.189.777</b> |
| <b>UKUPNE OBVEZE</b>                        | 284.244           | 240.845           | 1.467.265         | 755.214           | 1.072.548         |
| <b>NETO IMOVINA</b>                         | <b>12.978.397</b> | <b>13.857.695</b> | <b>18.440.776</b> | <b>18.499.606</b> | <b>19.117.229</b> |
| <b>Izloženost izvedenicama</b>              | 5.837             | 10.325            | 8.897             | 14.493            | 8.511             |
| <b>Izloženost repo ugovorima</b>            | 243.440           | 216.021           | 1.177.291         | 326.065           | 1.064.376         |

Izvor: izradio autor prema podacima s [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)



### 3. Investicijski fondovi ZB Invest d.o.o. društva za upravljanje

Za primjer u ovom diplomskom radu izabrao sam ZB INVEST d.o.o. društvo za upravljanje. Razlog zbog kojeg sam upravo ovo društvo odabrao jest moje obavljanje semestralne stručne prakse u Zagrebačkoj banci pri kojem sam uspio saznati više i informirati se o investicijskim fondovima u suradnji s kolegama i djelatnicima banke.

Slika 1. Logo ZB INVEST d.o.o.



Izvor: <http://dhfi.hgk.hr/?p=387>, preuzeto: 5.8.2019.

Društva za upravljanje investicijskim fondovima predstavljaju društva kapitala koja osnivaju i upravljaju investicijskim fondovima. Obavljanje te specifične gospodarske djelatnosti uvjetuje posebnosti u pravnom uređenju položaja društava za upravljanje. Značajnu ulogu u nadzoru nad radom društava za upravljanje imaju nacionalna regulatorna tijela. U Republici Hrvatskoj je Zakonom o investicijskim fondovima uređen pravni položaj društava za upravljanje. Taj je Zakon usklađen s odredbama Direktive Vijeća ministara EU o usklađivanju zakona i drugih propisa o poduzećima za zajedničke investicije u prenosive vrijednosne papire. Supsidijarno se na društva za upravljanje primjenjuju odredbe Zakona o tržištu vrijednosnih papira i Zakona o trgovačkim društvima.<sup>20</sup>

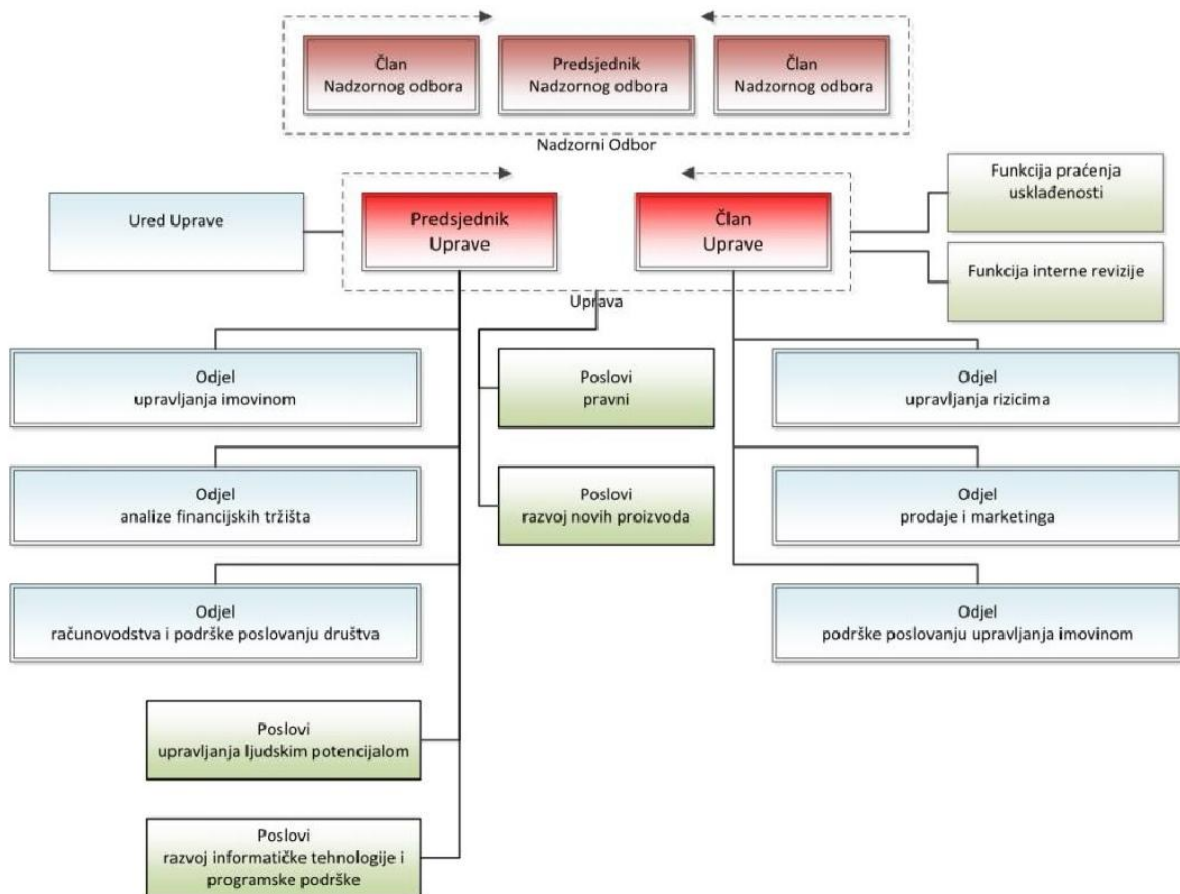
ZB Invest je vodeće društvo za upravljanje investicijskim fondovima u Hrvatskoj, posvećeno profesionalnom upravljanju imovinom i visokoj kvaliteti servisa, kako bi svojim klijentima osiguralo očuvanje te održivi rast vrijednosti njihove financijske imovine. Djelatnost Društva je osnivanje i upravljanje UCITS fondom i alternativnim investicijskim fondom, upravljanje portfeljem prema odredbama zakona koji uređuje tržište kapitala te investicijsko savjetovanje.

---

<sup>20</sup> Jurić D., Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2008.,str.142.

Strategija Društva je osigurati atraktivnu paletu investicijskih fondova i ulagačkih proizvoda, koji uz profesionalno upravljanje te primjerene prinose mogu zadovoljiti sve potrebe ulagača, ponajprije ovisno o njihovim investicijskim ciljevima, horizontu ulaganja te sklonostima riziku. Osim osnivanja i upravljanja investicijskim fondovima s javnom i privatnom ponudom, Društvo u svojoj ponudi nudi i usluge upravljanja individualnim portfeljima vrijednosnih papira za individualne i institucionalne investitore koji raspolažu sa značajnijim financijskim sredstvima te žele individualiziranu uslugu/strategiju upravljanja imovinom.<sup>21</sup>

Slika 2. Organizacijska struktura ZB INVEST d.o.o.



Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/o-nama/hr/>, preuzeto: 5.8.2019.

Na priloženoj organizacijskoj strukturi jasno vidimo podjelu poslova te hijerarhiju unutar organizacije.

<sup>21</sup> <http://www.zbi.hr/home/zbi/o-nama/hr/>, 4.8.2019.

Tablica 8. Neto imovina UCITS fondova ZB INVEST društva za upravljanje (na kraju razdoblja, u tisućama HRK)

| Otvoreni investicijski fond<br><i>Open - end investment Fund</i> | Vrsta<br><i>Type</i> | 12. 2014. | 12.2015.  | 12.2016.  | 12.2017.  | 12.2018.  |
|--|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>ZB aktiv</b>  | D                    | 310.728   | 274.297   | 336.140   | 294.331   | 236.582   |
| <b>ZB bond</b>   | O                    | 162.600   | 198.858   | 687.479   | 983.302   | 1.491.637 |
| <b>ZB BRIC+</b>  | D                    | 53.558    | 39.105    | 38.514    | 89.627    | 74.601    |
| <b>ZB COUL 2023 UCITS fond</b>                                   | I                    |           |           |           | 67.151    | 66.156    |
| <b>ZB COUL 2024 UCITS fond</b>                                   | I                    |           |           |           |           | 94.691    |
| <b>ZB eplus (ZB europlus UCITS fond)</b>                         | N                    | 162.619   | 167.399   | 229.549   | 117.928   | 122.383   |
| <b>ZB euroaktiv</b>  | D                    | 249.293   | 314.478   | 254.368   | 287.914   | 225.119   |
| <b>ZB Future 2025 UCITS fond</b>                                 | I                    | 0         | 10.965    | 10.683    | 12.565    | 14.487    |
| <b>ZB Future 2030 UCITS fond</b>                                 | I                    | 0         | 7.557     | 7.405     | 7.350     | 7.277     |
| <b>ZB Future 2040 UCITS fond</b>                                 | I                    | 0         | 6.091     | 6.628     | 6.837     | 7.130     |
| <b>ZB Future 2055 UCITS fond</b>                                 | I                    | 0         | 8.105     | 6.503     | 6.716     | 6.063     |
| <b>ZB global</b>   | M                    | 361.225   | 367.750   | 433.218   | 381.831   | 338.977   |
| <b>ZB plus</b>   | N                    | 2.040.601 | 1.851.150 | 2.572.785 | 1.963.514 | 2.055.242 |
| <b>ZB Protect 2022 UCITS fond</b>                                | I                    |           |           | 52.508    | 53.375    | 52.658    |
| <b>ZB trend</b>  | D                    | 102.846   | 71.106    | 61.278    | 118.447   | 103.521   |

Izvor: [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

Društvo trenutno upravlja s dvanaest otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom, čije strategije ulaganja se razlikuju od konzervativnijih fondova (ZB plus, ZB eplus), preko obvezničkog fonda (ZB bond) i mješovitog fonda (ZB global), dioničkih fondova (ZB trend, ZB euroaktiv, ZB aktiv, ZB BRIC+) do fondova s dospijecom (ZB Future 2025, ZB Future 2030, ZB Future 2040 i ZB Future 2055), te jednim alternativnim investicijskim fondom s privatnom ponudom (ZB Private World).

Izračun neto vrijednosti imovine UCITS fonda:

- a) Ukupnu imovinu UCITS fonda za dan vrednovanja čini zbroj vrijednosti svih vrsta imovine.

- b) Neto vrijednost imovine UCITS fonda je vrijednost ukupne imovine umanjena za obveze.
- c) Obveze UCITS fonda mogu biti obveze s osnove: ulaganja u financijske instrumente, korištenja tehnika i instrumenata koji se koriste u svrhu učinkovitog upravljanja portfeljem UCITS fonda, ostalih obveza za nepodmirene troškove iz članka 247. stavaka 2. i 3. te članka 248. stavaka 1. i 2. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (»Narodne novine«, br. 44/2016) i sukladno prospektu UCITS fonda te izdavanja i otkupa udjela UCITS fonda.<sup>22</sup>

Budući da će se u nastavku ovog poglavlja detaljnije obrađivati fondovi iz portfelja ZB Invest-a, uključujući i rizike koji idu uz ulaganje u određeni fond potrebno je objasniti na koje načine možemo izračunati rizike odnosno stupanj potencijalnog nastupanja istih. Dvije najčešće korištene metode izračuna su Var (Value at Risk) ili Rizičnost vrijednosti i SRRI (Synthetic Risk & Return Indicator) ili Sintetički indikator rizika i prinosa.

Value at Risk (VaR) (eng.) (hrv. *Rizičnost vrijednosti*; njem. *der Risikobeitrag*) predstavlja statističku tehniku koja se koristi za mjerenje i kvantificiranje nivoa financijskog rizika unutar neke kompanije, banke ili investicijskog portfelja, unutar određenog vremenskog perioda i uz danu vjerojatnost. Drugim riječima, VaR predstavlja maksimalni mogući gubitak na nekoj imovini ili investicijskom portfelju iznad dane VaR vrijednosti, unutar određenog vremenskog perioda i uz dani interval pouzdanost.<sup>23</sup>

Spomenuti indikator mjeri povijesne 27 promjene cijena udjela fonda što ne predstavlja pouzdano rizičnost fonda u budućnosti jer se rizičnost i uspješnost samog fonda mijenja kroz vrijeme, tj. vrijednost ulaganje u fond može rasti i padati kroz vrijeme. SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator) predstavlja matematički rezultat koji prikazuje volatilitet rizika i prinosa kroz posljednjih pet godina. Što je veća vrijednost samog indikatora veći je očekivani prinos, ali i rizik gubitka novca i obrnuto. Novčanim i obvezničkim fondovima se uglavnom pridružuju niže vrijednosti indikatora nego što je to slučaj s dioničkim i obvezničkim fondovima. Pretpostavka u ovom radu je da investitor želi ostvariti što veći prinos uz što manji rizik, pa će ocjena rizičnosti biti kriterij kojeg treba minimizirati.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup> Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu, preuzeto 4.9.2019. s <https://esavjetovanja.gov.hr/ECon/MainScreen?entityId=3382>

<sup>23</sup> <https://kontroling-portal.eu/leksikon-pojmova/poslovanje/93-value-at-riski-var>, preuzeto: 12.9.2019.

<sup>24</sup> Brčić, M. (2016). VIŠEKRITERIJALNO ODLUČIVANJE I PROCJENA INVESTICIJSKIH FONDOVA (Doctoral dissertation, University of Split. Faculty of economics Split.).

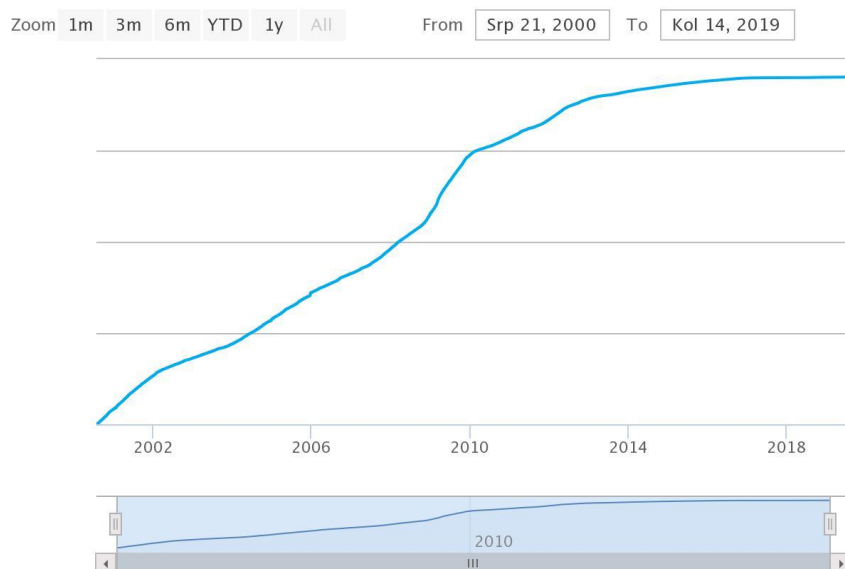
U nastavku poglavlja analizirati će se i usporediti četiri različita proizvoda ZB Invest-a, četiri različite vrste: novčani, obveznički i dionički, a to su ZB bond, ZB plus, ZB global, ZB aktiv.

### 3.1. ZB plus

Za primjer novčanog fonda ZB Invest-a izabrao sam ZB plus fond čija je neto imovina iz cijele palete proizvoda ZB Invest-a najveća. Općenito novčani fondovi smatraju se konzervativnijom vrstom investicijskih fondova za ulagače koji žele stabilnost uloga i koji trebaju pristup uložnim sredstvima u skoroj budućnosti. Strukturu fonda uglavnom čine trezorski i blagajnički zapisi te obveznice. Na sljedećem grafu vidimo podatke o prinosima iz prošlih razdoblja. Prinos je izražen nakon odbitka svih troškova Fonda, osim ulaznih i izlaznih naknada.

Na sljedećem grafu vrlo jasno se vidi kako ZB plus novčani fond kontinuirano ostvaruje prinose. Novčani fondovi kao glavnu karakteristiku imaju nisku stopu rizičnosti međutim stope prinose često su vrlo niske što i vidimo iz priloženog grafa kako je stopa prinosa stagnira i kreće se na godišnjoj razini oko 0.05%. Sigurnost uloga je na visokoj razini u skladu s niskom razinom rizičnosti.

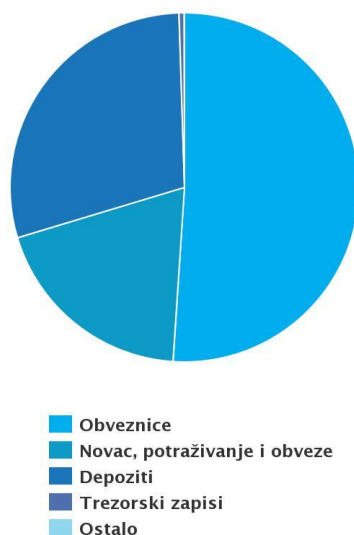
Slika 3. Povijest prinosa ZB plus fonda



Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-plus-graf/hr/>, preuzeto: 21.8.2019.

Strukturu imovine fonda čine obveznice 57.93%, depoziti 33.09%, novac, potraživanja i obveze 21.89%, trezorski zapisi 0.57%.

Slika 4. Struktura imovine ZB plus fonda



Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-plus-graf/hr/>, preuzeto: 21.8.2019.

Slika 5. Vrste rizika i sklonost riziku ZB plus fonda

| Rizik                       | Sklonost riziku    |
|-----------------------------|--------------------|
| Rizik promjene cijene       | Niska              |
| Valutni rizik               | Umjerena do visoka |
| Kamatni rizik               | Niska do umjerena  |
| Kreditni rizik              | Umjerena do visoka |
| Rizik druge ugovorne strane | Niska do umjerena  |
| Rizik namire                | Niska              |
| Operativni rizik            | Niska              |
| Rizik koncentracije         | Umjerena do visoka |
| Rizik likvidnosti           | Umjerena           |
| Rizik financijske poluge    | Niska do umjerena  |

Izvor:

[http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Sije%C4%8Danj\\_2019/ZB\\_plus\\_-\\_Prospekt\\_i\\_Pravila\\_2019\\_01.pdf](http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Sije%C4%8Danj_2019/ZB_plus_-_Prospekt_i_Pravila_2019_01.pdf), preuzeto: 21.8.2019.

Budući da se radi o novčanom investicijskom fondu najveću pozornost treba dati valutnom riziku. Imovina fonda može biti uložena u razne financijske instrumente koji mogu biti denominirani u različitim valutama. Taj dio imovine može biti izložen riziku promjene tečaja pojedine valute u odnosu na obračunsku valutu u kojoj se mjeri prinos na ulaganje u fondu. Tečaj tih valuta može rasti odnosno aprecirati, ali i padati odnosno deprecirati. Jedan od specifičnih rizika za ovaj za fond tzv. rizik koncentracije. Ovakva vrsta rizika nastaje kao posljedica izlaganja znatnog dijela imovine određenom gospodarskom sektoru, državi, zemljopisnom području, pojedinoj pravnoj osobi. Kako bi se spriječio nekakv crni scenarij potrebno je diverzificirati rizik odnosno ne nositi sva jaja u istoj košari kako ne bi došlo do velikih gubitaka ukoliko određeni sektor ili drugi subjekt ulaganja upadne u poslovne gubitke i poslovanje krene silaznom putanjom.

### 3.2. ZB aktiv

Za primjer dioničkog fonda iz portfelja ZB Invest-a vrijedi izdvojiti ZB aktiv. Dionički investicijski fondovi općenito gledano su dinamični i namijenjeni su uglavnom ulagačima koji žele ulagati na duže vrijeme i koji očekuju nadprosječne prinose. Kao što i sam naziv govori, strukturu fonda čine uglavnom dionice. Iz grafa koji slijedi možemo vidjeti kretanje prinosa od 2006. do 2019.

Slika 6. Povijest prinosa ZB aktiv fonda

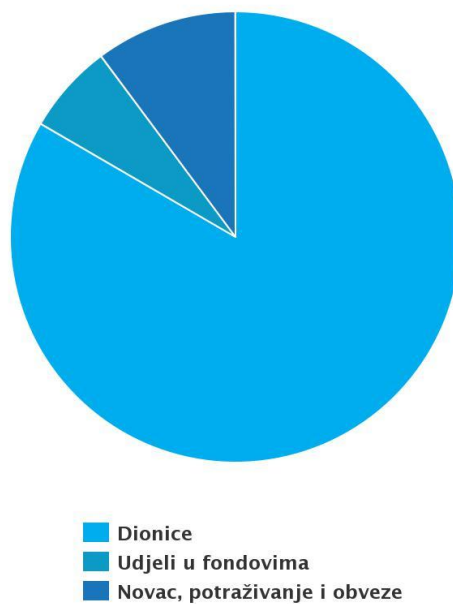


Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-aktiv-graf/hr/>, preuzeto: 22.8.2019.

Dionički fondovi općenito spadaju u rizičniju vrstu investicijskih fondova. Na primjeru grafa ZB aktiv dioničkog fonda možemo upravo vidjeti kako prinosi tokom promatranog razdoblja uvelike osciliraju. Godina 2008. bila je nakritičnija te je zabilježen gubitak od -38.59%. Razlozi zbog kojih je došlo da takvih gubitaka biti će analizirani u četvrtom poglavlju ovog rada. Međutim, ovakva vrsta fonda pa tako i ZB aktiv bilježili su i veće prinose od manje rizičnijih novčanih i obvezničkih fondova što i jest razlog zašto ulagači i dalje ulažu u dioničke fondove.

Strukturu imovine fonda čine većinski dionice i to 83.38% dok novac, potraživanje i obveze čine 10.17%. Najmanji dio otpada na udjele u fondovima u iznosu od 6.45%.

Slika 7. Struktura imovine ZB aktiv fonda



Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-aktiv-graf/hr/>, preuzeto: 21.8.2019.

Iz sljedeće tablice možemo vidjeti kako je Društvo za upravljanje ZB aktiv fondom pozicijski rizik deklariralo uz potencijalno visoki stupanj utjecaja. Pozicijski rizik jest rizik gubitka zbog promjene cijena financijskih instrumenata. Cijene istih mogu na dnevnoj bazi rasti, ali i padati što može dovesti do pada prinosa Fonda. Razlozi tomu mogu biti zasista mnogi jer tržište financijskim instrumentima je nepredvidivo usprkos detaljnim analizama kroz prošlost. Jedan



od načina smanjivanja ovakve vrste rizika je ponovno preventivna mjera diverzifikacije odnosno ulaganje u različite sektore, geografska područja, industrije itd.

Iz prospekta fonda detaljnije možemo saznati ciljanu strukturu portfelja i ograničenja ulaganja, a ona glase otprilike: do 30% u obveznice i druge kamatonosne financijske instrumente izdavatelja iz RH, članica EU i OECD-a, do 25% u obveznice i kamatonosne financijske instrumente izdavatelja koje nisu članice EU, do 705 u dionice i prava na dionice izdavatelja iz RH, država članica EU i OECD-a, do 75% u dionice i prava na dionice izdavatelja u zemljama izvan EU, do 30% u investicijske fondove koji ulažu pretežno u financijske instrumente RH, država članica EU i OECD-a, do 30% u depozite kod ovlaštenih banaka, uz uvjet da se najviše 20% neto vrijednosti imovine fonda može položiti kao depozit u jednu te istu banku.<sup>25</sup>

Slika 8. Vrste rizika i stupanj utjecaja na ZB aktiv fond

| Vrsta rizika                             | Stupanj utjecaja |
|--|------------------|
| Pozicijski rizik                         | Visok            |
| Valutni rizik                            | Umjeren do visok |
| Kamatni rizik                            | Nizak do umjeren |
| Kreditni rizik                           | Umjeren do visok |
| Kreditni rizik druge ugovorne strane     | Nizak do umjeren |
| Rizik slobodne isporuke                  | Nizak            |
| Rizik promjene poreznih i drugih propisa | Nizak do umjeren |
| Rizik financiranja likvidnosti           | Nizak            |
| Rizik tržišne likvidnosti                | Umjeren do visok |
| Rizik koncentracije imovine              | Nizak do umjeren |
| Rizik zemlje                             | Umjeren          |
| Rizik financijske poluge                 | Nizak do umjeren |
| Operativni rizik                         | Nizak            |
| <b>Ukupna rizičnost Fonda</b>            | <b>Visoka</b>    |

Izvor:

[http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da\\_2019/ZB\\_aktiv\\_-\\_Prospekt\\_2019\\_02.pdf](http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da_2019/ZB_aktiv_-_Prospekt_2019_02.pdf), preuzet 21.8.2019.

<sup>25</sup> <https://hrportfolio.hr/fond/zb-aktiv-97>, preuzeto: 16.9.2019.

### 3.3. ZB global

Za predstavnika mješovitog investicijskog fonda iz portfelja ZB Investa treba istaknuti ZB global. Mješoviti investicijski fondovi općenito gledano spadaju u umjereno konzervativne fondove i kao takvi namijenjeni su ulagačima koji žele mogućnost višeg prinosa kojeg pružaju dionice uz sigurnost koju pružaju obveznice. Na grafu koji slijedi može se jasno vidjeti kretanje prinosa fonda od 2001. godine do 2019.

Slika 9. Povijest prinosa ZB global fonda



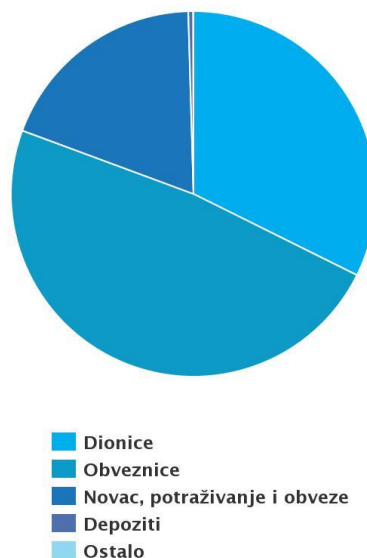
Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-global-graf/hr/>, preuzeto: 21.8.2019.

Iz priloženog grafa jasno možemo vidjeti kako prinosi ZB global fonda osciliraju tokom promatranog razdoblja. Razlog tomu je što mješoviti fondovi općenito spadaju u rizičniju vrstu investicijskih fondova međutim u pravilu prinosi su dosta viši. Nerijetko dolazi do bitaka pa tako vidimo da je 2008. zabilježen gubitak od -38.59% te 2011. pad od -14,15%. Godine 2007. ostvaren je pak vrlo visoki prinos od 27.35%.

Strukturu imovine fonda 51.89%, dionice 34.74%, novac, potraživanja i obveze 20.31% te depoziti 0.48%.

ZB global za razliku od ostalih fondova koji su uzeti za primjer iz portfelja ZB Invest društva za upravljanje investicijskim fondovima nema deklariran niti jedan rizik u visokom stupnju utjecaja. Razlog tomu je jer je mješoviti fond najteži za predvidjeti zbog širokog spektra sektora u koje društvo za upravljanje ulaže odnosno investira. Ne može se sa sigurnošću predviđati da će baš određeni rizik potencijalno utjecati na poslovanje. Slijedi grafički prikaz s popisom svih potencijalnih rizika i stupanj vjerojatnosti potencijalnog nastupanja istih.

Slika 10. Struktura imovine ZB global fonda



Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-global-graf/hr/>, preuzeto: 21.8.2019.

Ciljana struktura portfelja i ograničenja ulaganja definirana su na način:

- do 60% u obveznice i druge kamatonosne instrumente izdavatelja iz RH, država članica EU i OECD-a,
- do 10% u obveznice i druge kamatonosne financijske instrumente izdavatelja s popisa zemalja,
- od 10% do 60% u dionice i prava na dionice izdavatelja iz RH, država članica EU i OECD-a,

- do 15% u dionice i prava na dionice izdavatelja s popisa zemalja,
- do 30% u investicijske fondove koji ulažu pretežno u financijske instrumente navedene u prethodnim alinejama,
- do 60% u depozite kod ovlaštenih banaka, uz uvjet da se najviše 20% neto vrijednosti imovine Fonda može položiti kao depozit u jednu te istu banku.<sup>26</sup>

Slika 11. Vrste rizika i stupanj utjecaja na ZB global fond

| Vrsta rizika                             | Stupanj utjecaja |
|--|------------------|
| Pozicijski rizik                         | Umjeren          |
| Valutni rizik                            | Umjeren          |
| Kamatni rizik                            | Umjeren          |
| Kreditni rizik                           | Umjeren          |
| Kreditni rizik druge ugovorne strane     | Nizak do umjeren |
| Rizik slobodne isporuke                  | Nizak            |
| Rizik promjene poreznih i drugih propisa | Nizak do umjeren |
| Rizik financiranja likvidnosti           | Nizak            |
| Rizik tržišne likvidnosti                | Nizak            |
| Rizik koncentracije imovine              | Nizak do umjeren |
| Rizik zemlje                             | Nizak do umjeren |
| Rizik financijske poluge                 | Nizak do umjeren |
| Operativni rizik                         | Nizak            |
| <b>Ukupna rizičnost Fonda</b>            | Umjerena         |

Izvor:

[http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da\\_2019/ZB\\_global\\_-\\_Prospekt\\_2019\\_02.pdf](http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da_2019/ZB_global_-_Prospekt_2019_02.pdf), preuzeto: 22.8.2019.

### 3.4. ZB bond

Za primjer obvezničkog investicijskog fonda iz portfelja ZB Invest-a treba istaknuti ZB bond. Obveznički fondovi općenito gledano spadaju u konzervativniju vrstu investicijskih fondova za ulagače koji ipak žele nešto veći prisnos nego kao što je kod novčanih fondova te

<sup>26</sup> <https://hrportfolio.hr/fond/zb-global-31>, preuzeto: 16.9.2019.

ulafačima kojima sredstva neće trebati u skoroj budućnosti. Na grafu koji slijedi možemo jasno vidjeti kretanje prinosa od 2001. do 2019.

Prema grafu i krivulji ostvarenih prinosa možemo vidjeti kako ZB bond zaista ostvaruje kontinuirane prinose za svoje ulagatelje. Izuzevši 2013. godinu u kojoj je nije ostvaren prinos već gubitak od oko -3,5%, investitori mogu biti relativno zadovoljni sa svojim odabirom investicijskog fonda. Međutim od 2015. do 2018. prinosi su u padu, ali i dalje su pozitivni odnosno donose prinos.

Slika 12. Povijest prinosa ZB bond fonda



Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-bond-graf/hr/>, preuzeto: 22.8.2019.

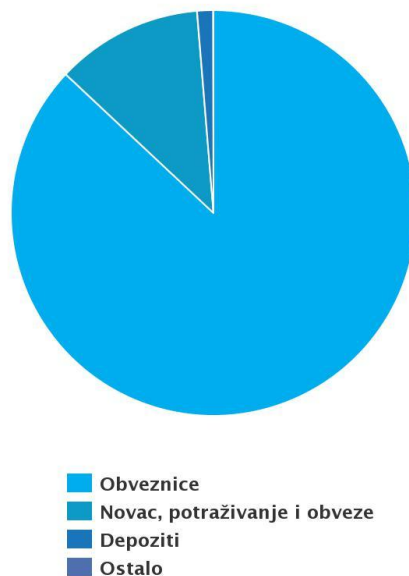
Ciljana struktura portfelja i ograničenja ulaganja zadana su na način:

- **bez ograničenja** u obveznice i druge dužničke VP izdavatelja iz RH te država članica EU i OECD-a,

- **bez ograničenja** u kratkoročne VP i druge instrumente tržišta novca izdavatelja iz RH te država članica EU i OECD-a,
- **bez ograničenja** u investicijske fondove koji ulažu pretežno u dužničke VP izdavatelja iz RH, država članica EU i OECD-a,
- **do 25%** u obveznice i druge dužničke VP izdavatelja s popisa zemalja,
- **do 25%** u investicijske fondove koji ulažu pretežno u dužničke VP izdavatelja s popisa zemalja,
- **do 25%** u depozite kod ovlaštenih banaka, uz uvjet da se najviše 20% neto vrijednosti imovine Fonda može položiti kao depozit u jednu te istu banku.<sup>27</sup>

Strukturu imovine ZB fonda čine obveznice s udjelom od 89.7%, novac, potraživanja i obveze 12.08% te depoziti s najmanjim udjelom od 1.34%. Grafički prikaz navedenih udjela možemo vidjeti na sljedećem grafikonu u obliku pite.

Slika 13. Struktura imovine ZB bond fonda



Izvor: <http://www.zbi.hr/home/zbi/zb-bond-graf/hr/> , preuzeto:22.8.2019.

<sup>27</sup> <https://hrportfolio.hr/fond/zb-bond-41>, preuzeto: 16.9.2019.

Kod ZB fonda treba istaknuti kamatni rizik. Kamatni rizik je rizik gubitka koji proizlazi iz promjene kamatnih stopa. Promjene kamatnih stopa prvenstveno mogu utjecati na tržišnu vrijednost dužničkih vrijednosnih papira pa je u tom smislu kamatni rizik vrsta pozicijskog rizika. U pravilu, porast tržišnih kamatnih stopa, odnosno zahtijevanih prinosa na pojedine financijske instrumente, uzrokuje pad njihove tržišne vrijednosti i obrnuto, pad tržišnih kamatnih stopa uzrokuje rast tržišne vrijednosti financijskih instrumenata. Porast tržišnih kamatnih stopa može negativno utjecati na vrijednost pojedinih financijskih instrumenata u koje je uložena imovina Fonda te dovesti do pada prinosa Fonda. Navedenim rizikom Društvo upravlja diversifikacijom ulaganja i ograničavanjem osjetljivosti promjene vrijednosti portfelja na promjene kamatnih stopa mjerene modificiranim trajanjem (duracijom) portfelja.<sup>28</sup>

U nastavku slijedi grafički prikaz s popisom rizika i pripadajućim stupnjevima rizika.

Slika 14. Vrste rizika i stupanj utjecaja na ZB bond

| Vrsta rizika                             | Stupanj utjecaja         |
|--|--------------------------|
| Pozicijski rizik                         | Nizak do umjeren         |
| Valutni rizik                            | Umjeren                  |
| Kamatni rizik                            | Umjeren do visok         |
| Kreditni rizik                           | Umjeren                  |
| Kreditni rizik druge ugovorne strane     | Nizak do umjeren         |
| Rizik slobodne isporuke                  | Nizak                    |
| Rizik promjene poreznih i drugih propisa | Nizak do umjeren         |
| Rizik financiranja likvidnosti           | Nizak                    |
| Rizik tržišne likvidnosti                | Nizak                    |
| Rizik koncentracije imovine              | Nizak do umjeren         |
| Rizik zemlje                             | Nizak do umjeren         |
| Rizik financijske poluge                 | Nizak do umjeren         |
| Operativni rizik                         | Nizak                    |
| <b>Ukupna rizičnost Fonda</b>            | <b>Niska do umjerena</b> |

Izvor:

[http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da\\_2019/ZB\\_bond\\_-\\_Prospekt\\_2019\\_02.pdf](http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da_2019/ZB_bond_-_Prospekt_2019_02.pdf), preuzeto: 22.8. 2019.

<sup>28</sup> [http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da\\_2019/ZB\\_bond\\_-\\_Prospekt\\_2019\\_02.pdf](http://www.zbi.hr/home/zbi/download/dokumenti/prospekti%20fondova/Velja%C4%8Da_2019/ZB_bond_-_Prospekt_2019_02.pdf), preuzeto: 28.8.2019.

#### 4. Analiza kretanja prinosa i neto imovine

Prilikom donošenja odluka o ulaganju u određene investicijske fondove potrebno je bar za sebe napraviti neku vrstu istraživanja te doći do spoznaja što je to u prošlim razdobljima utjecalo na uspješnost odnosno neuspješnost ostvarivanja profita. Kao osnova za donošenje odluke trebaju se uzeti podaci iz proteklih razdoblja i analizirati uzročno-posljedičnu vezu između događanja na tržištu i ostvarenih prinosa te na temelju tih saznanja pokušati predvidjeti kretanje određenog fonda u budućnosti.

Tablica 9. Povijest prinosa ZB Invest fondova

| Godina | ZB plus | ZB bond | ZB global | ZB aktiv |
|--------|---------|---------|-----------|----------|
| 2000   | 3.34%   |         |           |          |
| 2001   | 7.09%   | 2.54%   | -0.11%    |          |
| 2002   | 3.50%   | 7.12%   | -2.39%    |          |
| 2003   | 2.70%   | 2.45%   | 4.84%     |          |
| 2004   | 4.69%   | 4.74%   | 12.07%    |          |
| 2005   | 4.63%   | 8.00%   | 16.55%    |          |
| 2006   | 3.23%   | 0.36%   | 15.25%    | 45.23%   |
| 2007   | 4.13%   | 2.87%   | 27.35%    | 48.06%   |
| 2008   | 5.61%   | 4.04%   | -38.59%   | -58.26%  |
| 2009   | 8.75%   | 11.09%  | 13.94%    | 8.31%    |
| 2010   | 2.33%   | 4.75%   | 7.64%     | 6.96%    |
| 2011   | 2.46%   | 2.11%   | -14.15%   | -15.13%  |
| 2012   | 2.27%   | 7.53%   | 7.42%     | 10.30%   |
| 2013   | 0.95%   | -3.58%  | 0.07%     | 3.39%    |
| 2014   | 0.74%   | 7.21%   | 7.00%     | 4.97%    |
| 2015   | 0.57%   | 3.73%   | 9.26%     | 6.47%    |
| 2016   | 0.38%   | 4.28%   | 10.16%    | 12.42%   |
| 2017   | 0.05%   | 2.06%   | -4.63%    | -10.00%  |
| 2018   | 0.05%   | 0.17%   | -3.36%    | -2.79%   |

Izvor: Prema podacima s [www.zbi.hr](http://www.zbi.hr)



U priloženoj tablici nalaze se prinosi četiri najuspješnija fonda ZB Invest-a, ali različita po vrsti: ZB plus (novčani fond), ZB bond (obveznički), ZB global (mješoviti) i ZB aktiv (dionički).

Iz tablice br. 9 možemo potvrditi tezu kako su dionički i mješoviti fondovi znatno rizičniji od novčanih i obvezničkih međutim upravo dionički i mješoviti mogu donijeti veće prinose nego novčani i obveznički. Za zaključiti je da su dionički i mješoviti fondovi u primjeru iz tablice sigurniji za ulaganja i kako skoro uvijek ostvaruju prinose međutim po dosta nižim stopama od rizičnijih dioničkih i mješovitih koji pak često ostvaruju i znatne gubitke.

#### **4.1. Utjecaj promjene zakonske regulative u Republici Hrvatskoj na novčane i obvezničke investicijske fondove**

U prethodnom poglavlju nabrojani su mnogobrojni rizici te potencijalni stupanj utjecaja na različite vrste fondova iz portfelja ZB Invest društva za upravljanje investicijskim fondovima. U sljedećoj tablici možemo vidjeti kretanje neto imovine različitih vrsta fondova u Republici Hrvatskoj od 1999. do 2018.

Iz sljedeće tablice br. 8 možemo vidjeti znatan pad vrijednosti neto imovine novčanih fondova te isto tako znatan rast vrijednosti neto imovine obvezničkih fondova u razdoblju od 2016. Do 2018. Možemo reći da varijable nalaze u negativnoj koleraciji što bi značilo da pad vrijednosti jedne varijable utječe na rast vrijednosti druge varijable. Uzroci tomu mogu biti brojni no valja istaknuti dva najbitnija, a to su pad prinosa novčanih fondova te promjena zakonske regulative u Republici Hrvatskoj.

Iz Tablice 5 gdje je prikaza povijest prinosa 4 različit fonda iz portfelja ZB Invest-a možemo vidjeti kako su prinosi ZB plus fonda ZB Invest-a društva za upravljanjem još od 2011. godine krenuli s padom prinosa te u zadnjim godinama promatranog razdoblja bilježe rekordno niske stope prinosa. Iako siguran prinos zbog svojih niskih stopa ulagači povlače svoja sredstva iz novčanih fondova. Drugi razlog krije se u tzv. Uredbi o novčanim fondovima, točnije Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlametna i vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima.

Tablica 10. Neto imovina UCITS investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj (na kraju razdoblja, u tis. kuna)

| Godina | Vrste investicijskih fondova |            |            |            |
|--------|------------------------------|------------|------------|------------|
|        | Novčani                      | Obveznički | Mješoviti  | Dionički   |
| 1999.  | 23.162                       | 0          | 0          | 789        |
| 2000.  | 165.145                      | 0          | 0          | 3.690      |
| 2001.  | 1.029.687                    | 90.231     | 102.067    | 84.668     |
| 2002.  | 1.581.385                    | 628.671    | 178.939    | 73.860     |
| 2003.  | 1.802.671                    | 612.188    | 422.145    | 104.798    |
| 2004.  | 2.880.958                    | 667.235    | 764.001    | 215.541    |
| 2005.  | 4.660.176                    | 1.451.489  | 2.011.603  | 711.193    |
| 2006.  | 4.274.744                    | 1.138.589  | 5.994.698  | 4.311.043  |
| 2007.  | 4.140.206                    | 674.073    | 10.022.402 | 14.180.944 |
| 2008.  | 3.907.382                    | 510.977    | 2.150.291  | 2.753.595  |
| 2009.  | 6.044.826                    | 554.761    | 1.929.278  | 2.878.020  |
| 2010.  | 6.859.559                    | 1.180.904  | 1.945.398  | 3.021.862  |
| 2011.  | 7.240.022                    | 723.421    | 1.361.556  | 2.165.706  |
| 2012.  | 9.124.521                    | 446.683    | 1.107.755  | 1.936.657  |
| 2013.  | 9.797.924                    | 393.715    | 748.981    | 1.873.408  |
| 2014.  | 9.180.308                    | 934.891    | 749.768    | 1.696.259  |
| 2015.  | 9.256.527                    | 1.457.602  | 809.312    | 1.630.344  |
| 2016.  | 11.111.297                   | 4.048.794  | 866.564    | 1.790.136  |
| 2017.  | 8.671.882                    | 6.261.893  | 884.054    | 1.913.771  |
| 2018.  | 7.082.940                    | 8.700.110  | 848.292    | 1.597.766  |

Izvor: prema podacima iz tablice B-2 Neto imovina investicijskih fondova, <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3>, prezeto: 31.8.2019.

Navedene promjene u sljedećoj tablici, u poslovanju novčanih fondova uvode se s ciljem osiguranje veće zaštite ulagačima, višeg stupnja diverzifikacije radi smanjenja rizika za ulagače, održavanja i povećanja likvidnosti fondova u slučaju većeg broja zahtjeva za otkupom udjela, izjednačavanja uvjeta poslovanja i prava ulagača na razini Europske unije. Navedena Uredba o novčanim fondovima u cijelosti je obvezujuća i primjenjuje se u svim zemljama članicama Europske unije.

Tablica 11. Razlike novčanih u odnosu na nenovčane fondove, prema Uredbi o novčanim fondovima

| Razlikovnosti novčanih u odnosu na nenovčane fondove, prema Uredbi o novčanim fondovima |  |  |
|---|--|--|
|   | Novčani fondovi  | Nenovčani fond   |
| <b>Kreditni rizik</b>   | Minimalna razina kreditne kvalitete je zakonski propisana  | Minimalna razina kreditne kvalitete nije zakonski propisana<br>➤ <b>Može biti izložen većem kreditnom riziku izdavatelja</b>   |
| <b>Pravila vrednovanja</b>  | Vrednovanje metodom amortiziranog troška nije dozvoljeno<br><br>Imovina novčanog fonda vrednuje se po tržišnim vrijednostima kad god je to moguće*<br><br>* Odnosi se na novčane fondove s promjenjivim NAV-om                 | Dozvoljeno je vrednovanje metodom amortiziranog troška. Postoji mogućnost da je imovina fonda vrednovana po vrijednostima koje odstupaju od tržišnih.<br><br>➤ <b>Može biti izložen većem riziku vrednovanja</b>   |
| <b>Ulaganje u udjele drugih fondova</b>   | Međusobno držanje udjela između dva novčana investicijska fonda nije dozvoljeno<br><br>Stjecanje udjela u drugom novčanom fondu (ciljani fond) nije dozvoljeno ako ciljani fond već drži udjele u fondu koji provodi stjecanje | Međusobno držanje udjela između dva investicijska fonda je dozvoljeno<br><br>Dozvoljeno je stjecanje udjela u drugom investicijskom fondu (ciljani fond), bez obzira drži li ciljani fond udjele u fondu koji provodi stjecanje<br><br>➤ <b>Može biti izložen većem riziku likvidnosti</b> |

Izvor: <https://hrportfolio.hr/vijesti/fondovi/novcani-fondovi-mijenjaju-ime-i-strategiju-ulaganja-uslijed-primjene-uredbe-o-novcanim-fondovima-52795>, preuzeto: 3.9.2019.

Stoga je većina društava odlučila napustiti kategoriju novčanih fondova i prijeći u prvu rizičniju, a to su kratkoročni obveznički fondovi. Za ulagače to konkretno znači da najmanji preporučeni rok ulaganja više neće biti nekoliko tjedana, kao u slučaju novčanih fondova, već nekoliko mjeseci. Inače, unazad nekoliko godina primjetan je trend povlačenja ulagača iz novčanih fondova koji zbog niskih kamatnih stopa nude sve manje prinose. Kraj prošle godine dočekali su na 7,1 milijardu kuna neto imovine što je 18 posto manje nego godinu ranije.<sup>29</sup>

#### 4.2. Utjecaj financijske krize na dioničke i mješovite investicijske fondove u Republici Hrvatskoj

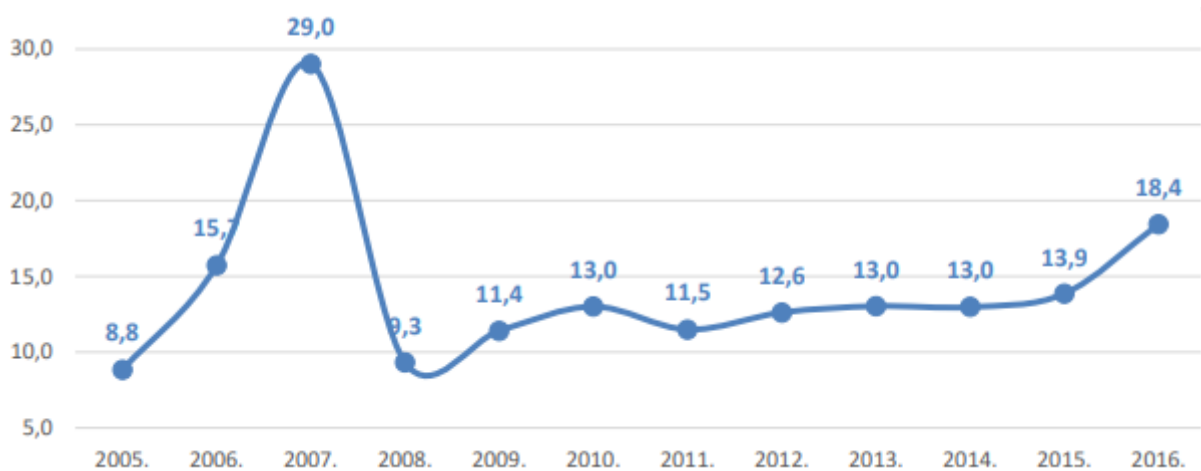
Financijska kriza iz 2008. godine bila je najveća ekonomska katastrofa još od tzv. Velike depresije i davne 1929. godine. Sve je započelo u Sjedinjenim Američkim Državama velikim

<sup>29</sup> <http://www.poslovni.hr/trzista/novcani-fondovi-zbog-regulative-spali-na-jedno-slovo-350928>, preuzeto: 3.9.2019.

padom vrijednosti nekretnina što je kasnije izazvalo lančanu reakciju u cijelom svijetu pa tako i u Europi odnosno Republici Hrvatskoj.

U Tablici 5 i 6 nalaze se prinosi odnosno neto imovina pojedinih investicijskih fondova. Na primjeru dioničkih i mješovitih fondova možemo vidjeti drastične padove prinosa te neto imovine u 2008. godini. Prinosi su zabilježili padove od -38.59% na primjeru ZB global-a (mješoviti investicijski fond) te -58.26% na primjeru ZB aktiv-a (dionički investicijski fond). Nadalje, neto imovina na razini Republike Hrvatske za mješovite investicijske fondove iznosila je 2007. godine 10.022.402.000,00 kuna, a 2008. tek 2.150.291.000,00 kuna što je pad za oko 78,5%. Što se tiče dioničkih fondova 2007. godine neto imovina svih dioničkih fondova u Republici Hrvatskoj iznosila je 14.180.944.000,00 kuna dok je 2008. neto imovina istih pala na tek 2.753.595.000,00 kuna što je pad za oko 80,6%. Radi lakše predodžbe kretanja neto imovine i drastičnog pada 2008. imamo sljedeći graf:

Graf 1. Kretanje neto imovine pod upravljanjem UCITS fondova (u milijardama kuna)



Izvor: HANFA, izrađeno prema podacima iz tablice B-2 Neto imovina investicijskih fondova, <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3>

Postepeni izlazak iz velike financijske krize utjecao je pozitivno i na investicije čija se neto vrijednost s vremenom, ali laganim pozitivnim trendom ponovno počela uzdizati. Mnogo ulagača je tijekom krize povuklo svoje udjele iz fondova, a oni koji su ostavili svoju imovinu u fondovima koji ulažu na svjetskim tržištima sada su već povratili svoju imovinu, a neki od

njih ostvarili i dobit jer su se neki dionički fondovi vratili i na veće prinose nego prije krize. Oni koji su ulagali u fondove koji investiraju u regiju su djelomično povratili gubitak jer na tržištima u razvoju treba duže vrijeme da se oporave. Treba napomenuti kako je zadnja gospodarska kriza bila jedna od najdužih i da treba pustiti vremenu i tržištu da se ponovno obnovi i vrati na stare staze. Oscilacije i korekcije na dioničkim tržištima znaju potrajati i po nekoliko mjeseci.

## 5. ZAKLJUČAK

Ulaganje u investicijske fondove, kao jedna od opcija ulaganja i umnažanja vlastitog kapitala, zasigurno može biti i mnogima već jest dodatan izvor zarade. Bilo da se radi o novčanim, dioničkim, obvezničkim ili mješovitim, UCITS investicijski fondovi dugi niz godina pokazuju zašto predstavljaju kvalitetan odabir pri odluci o ulaganju određenog novca. Novčani i obveznički fondovi ostvaruju sigurne prinose gotovo uvijek međutim po dosta nižim stopama. Namijenjeni su konzervativnijim ulagačima koji se ne žele dovesti u situaciju da gube uloženi novac bez obzira koliko mali prinosi bili. Dionički i mješoviti fondovi namijenjeni su rizičnijim ulagačima koji su spremni preuzeti rizik takve vrste fonda koja zaista može donijeti određene gubitke, ali i veće stope prinosa. Tajna ulaganja prije svega je u diverzifikaciji rizika odnosno ne ulaganju svog novca u jedan jedini fond ili sektor već u više različitih fondova, različitih vrsta fondova, suradnja s više društava za upravljanje investicijskim fondovima, kombiniranje sa štednjom, raznim oblicima osiguranja, neoročenim novcem na bankovnom računu ili raznim alternativnim oblicima štednje ili ulaganja. Sve to u svrhu osiguranja samih sebe kako se ne bi doveli u situaciju totalnog gubitka vlastitih sredstava jer je jedna gospodarska grana ili sektor u koje naš fond investira upalo u krizu ili privremen gubitke. Kao što smo mogli vidjeti na primjeru iz rada rizici investiranja su mnogobrojni. Neki su skoro svugdje prisutni, bez obzira na vrstu fonda, a neki specifični i zahtijevaju veću količinu ili specifičnija znanja i iskustva. Kreditni rizik, rizik namire, rizik promjene zakonske regulative, operativni rizik, strateški rizik, rizik valuacije, strateški rizik, rizik transparentnosti i još mnogi drugi oblici rizika mogu očekivati ulagače što odluku u što i kada investirati čini još težom. Na primjeru iz ovog rada vidjeli smo kako je promjena zakonske regulative i primjena obveznih propisa Europske unije negativno utjecala na poslovanje novčanih fondova pa tako i na one novčane fondove iz portfelja ZB Invest-a. Društva za upravljanje investicijskim društvima smatrali su takve propise prezahtjevnim i praktički nemogućim za normalan nastavak poslovanja te društva odlučila napustiti kategoriju novčanih fondova i prijeći u prvu rizičniju kategoriju, a to je kategorija kratkoročnih obvezničkih fondova. U praksi to znači promjena ulagačke strategije što je vrlo važno za male ulagatelje jer su upravo oni ti koji su uvelike investirali u novčane fondove. Obveznički fondovi pak su kao posljedica svega toga doživjeli porast neto imovine u zadnje četiri godine. Iz drugog primjera u ovom radu vidjeli smo kako je gospodarska kriza utjecala na investicijske fondove u Republici Hrvatskoj, ali naravno i na svjetskim tržištima. Veliki broj ulagača je povukao svoje udjele u fondovima u

strahu da ne dožive velike gubitke. Također iz priloženih tablica smo vidjeli kako su postignuti rekordno negativni rezultati odnosno gubitci. Neki od ulagača koji nisu povlačili svoja sredstva i dan danas osjećaju negativan utjecaj gospodarske krize dok su se neki uspjeli dovesti u situaciju pozitivne nule ili čak i ostvarivanja zarade. Naravno sve ovisno o vrsti fonda, društvu koje upravlja fondom i drugim okolnostima.

## POPIS LITERATURE

1. Brčić, M. (2016). VIŠEKRITERIJALNO ODLUČIVANJE I PROCJENA INVESTICIJSKIH FONDOVA (Doctoral dissertation, University of Split. Faculty of economics Split.).
2. Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2013). Bankarsko poslovanje. RRiF plus.
3. Jurić D., Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2008.,str.142.
4. Lešić Z.,Gregurek M., Financijske institucije i tržišta, Veleučilište "Baltazar" Zapsrešić, 2014
5. Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2005.) Financijska tržišta i institucije, Zagreb: Mate
6. Morić Milovanović B., Galetić F. ,Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj. Financijska teorija i praksa, 2006.
7. Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine UCITS fonda i cijene udjela u UCITS fondu, s <https://esavjetovanja.gov.hr/ECon/MainScreen?entityId=3382>
8. Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. MATE doo, Zagreb.
9. Tipurić, D. (2008.): Korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb
10. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18), <https://www.zakon.hr/z/565/Zakon-o-alternativnim-investicijskim-fondovima>
11. Zakon o otvorenim investicijskim fondova s javnom ponudom, [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016\\_05\\_44\\_1135.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_05_44_1135.html)
12. Žunić-Kovačević, N. i Čulinović-Herc, E.(2008.): Prekogranični i porezno-pravni aspekti djelovanja investicijskih fondova Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci



## INTERNETSKI IZVORI

13. <https://www.fondovi.hr/edukacija/kratka-povijest-investicijskih-fondova>
14. <http://www.poslovni.hr/trzista/novcani-fondovi-zbog-regulative-spali-na-jedno-slovo-350928>
15. <https://hrportfolio.hr/o-fondovima/opcenito-o-fondovima>
16. <https://www.globalinvest.hr/investicijski-fondovi/opcenito-o-investicijskim-fondovima.html>
17. <https://www.rbainvest.hr/investicijski-fondovi/obveznicki-fondovi>
18. <https://gov.hr/moja-uprava/financije-i-porezi/stednja-i-ulaganje/ulaganje-u-dionice/436>
19. <https://www.erste-am.hr/hr/ulagatelji/nasi-fondovi/mjesoviti-fondovi>
20. <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/>
21. <http://www.zbi.hr/home/zbi/o-nama/hr/>
22. <https://kontroling-portal.eu/leksikon-pojmova/poslovanje/93-value-at-riski-var>
23. <http://www.zbi.hr/home/zbi/sto-su-otvoreni-investicijski-fondovi/hr/>