



IILAB WORKING PAPER SERIES

IILAB SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN

UDC

No. 01-07

Klara Kolarić

**Utjecaj Covid-19 na sektor investicijskih
fondova u Hrvatskoj**



Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet

Klara Kolarić

Utjecaj Covid-19 na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj

Klara Kolarić

Stavovi izraženi u ovom radnom dokumentu su stavovi autora i ne predstavljaju nužno stav Institutional investors LAB-a niti Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Rad nije prošao službenu recenziju ili odobrenje. Rad se objavljuje kako bi se iznijeli komentari na istraživanje u tijeku prije nego što se u konačnom obliku objavi u akademskom časopisu ili negdje drugdje.

Copyright by Klara Kolarić

Sva prava pridržana.

Dijelovi teksta mogu se citirati pod uvjetom da se u potpunosti navede izvor.

SAŽETAK

Zdravstvena kriza uzrokovana COVID-19 virusom uzrokovala je dosad nezabilježene posljedice na nacionalne ekonomije. Nužne mjere za suzbijanje širenja virusa koje su donijele većina zemalja odrazile su se na smanjenje ekonomske aktivnosti, ali ujedno predstavljaju veliku prijetnju stabilnosti globalnog financijskog sustava. Investicijski fondovi kao značaj dio financijskog sustava pogođeni su u velikoj mjeri velikim odljevima i padom neto imovine. U radu se objašnjava i analizira učinak korona virusa na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj te se uspoređuje sa učincima posljednje globalne financijske krize 2008. Metodologija se temelji na pretraživanju i analizi različite znanstvene i stručne literature te deskriptivnoj statističkoj analizi. Zaključak rada pokazuje da su učinci pandemije na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj u nekim segmentima veći nego što je bilo posljednje financijske krize zbog veće značajnosti investicijskih fondova u financijskom sustavu Hrvatske.

Ključne riječi

investicijski fondovi, UCITS fondovi, zdravstvena kriza, korona virus, globalna financijska kriza 2008.

1. UVOD

Razvijenost financijskog tržišta karakterizira brojnost institucionalnih investitora među kojima vrlo značajne predstavnike predstavljaju investicijski fondovi. U procesu alokacije novčanih sredstva od novčano suficitarnih prema novčano deficitarnim jedinicama predstavljaju značajne financijske posrednike, a njihova atraktivnost je u postojanju različitih vrsta koji odgovaraju različitim profilima ulagača što ih čini najefikasnijim financijskim posrednicima. Globalna financijska tržišta diljem svijeta početkom 2020. zahvaćena su poteškoćama zabilježenim posljednje financijske krize iz 2007.godine. Čitav svijet zahvatio je virus koji dosada nije bio poznat u svijetu medicine te uzrokovao promjene u ljudskim životima i postavio granice novog života, tj. „novog normalnog“. Samo 12 godina kasnije nakon Velike financijske krize iz 2008. godine pojavila se nova ekonomska kriza, uzrokovana korona virusom, za koju se smatra da će ostaviti još dublje i dugotrajnije posljedice na nacionalne ekonomije svijeta. Ovakva zdravstvena kriza uveliko se razlikuje od Velike financijske krize i ostalih kriza. Nijedna kriza dosada nije nastupila tako brzo i uzrokovala duboki pad gospodarske aktivnosti. Inducirana je politikom potiskivanja gospodarske aktivnosti u svrhu rješavanja hitne zdravstvene situacije i zaštite ljudskih života socijalnom distancom. U usporedbi sa Velikom financijskom krizom čiji je izvor bio u financijskom sektoru i srušio gospodarsku aktivnost, izvor COVID-19 krize je realni sektor koji prijeti narušavanju financijskog sektora te zbog povratno-uzročne veze, nestabilnosti financijskog sustava prelit će se nazad na realni sektor. Ovakva zdravstvena kriza uzrokovana korona virusom jedinstvena po svojim obilježjima nastanka i dubokim posljedicama koje ostavlja na gospodarsku i financijsku stabilnost nije zabilježena u moderno doba. Specifičnost novonastale krize predstavlja probleme za ekonomsku znanost i struku te su potrebne brze prilagodbe i rješenja neizvjesnim situacijama povezane razvojem korona virusa koje izrazito utječu na nestabilnost kako u realnoj sferi tako i u financijskoj sferi pojedine zemlje.

Cilj rada je prikazati utjecaj krize izazvane korona virusom na sektor investicijskih fondova u Hrvatskoj, koji zadnjih nekoliko godina bilježe porast značajnosti na financijskom tržištu tranzicijskih zemalja, kao što je Hrvatska, te usporediti sa zadnjom krizom iz 2008. i uvidjeti koje bitne razlike su se dogodile na financijskom tržištu. Cilj je prikazati promijene u kretanju broja investicijskih fondova i strukturu fondova. promijene u kretanju imovine i profitabilnosti, usporediti iznose odljeva za vrijeme trajanja i nakon završetka navedenih kriza.

2. PREGLED LITERATURE I OBILJEŽJA INVESTICIJSKIH FONDOVA

Investicijski fondovi (dalje u tekstu IF-ovi) su institucionalni investitori i financijski posrednici na financijskim tržištima, koji prikupljaju novčana sredstva individualnih ulagača i institucija te ih plasiraju u različite financijske instrumente ili rjeđe u nekretnine i realna dobra.¹ Ulaganjem u vrijednosne papire stvaraju diversificirani portfelj vrijednosnih papira. Kupnjom udjela investicijskog fonda postaje se njegov vlasnik ili dioničar, te tako prikupljena sredstva fond iskoristava za daljnju kupnju vrijednosnica na tržištu.²

Ovakve financijske institucije danas su među najzastupljenijim financijskim posrednicima na svjetskim financijskim tržištima i svake godine bilježe sve veću važnost. Osnovni razlog iznimne popularnosti je nedostatak znanja (iskustva) u biranju vrijednosnih papira i/ili novčanih sredstava za ulaganje u više različitih vrijednosnica. Nadalje, IF-ovi svojim ulagačima nude i profesionalno upravljanje sredstvima, diverzifikaciju, jednostavnost, povjerenje i mogućnost odabira investicijskog fonda različitih strategija ulaganja i organizacijskih oblika, likvidnost, veće prinose u usporedbi sa klasičnim oblicima štednje, regulatornu zaštitu investitora, udjeli u određenim situacijama mogu poslužiti kao instrument osiguranja. S druge strane, kao nedostaci ulaganja u IF-ove mogu se navesti promjenjivost prinosa, nepostojanje državne garancije za novčani ulog, npr. dok banke imaju sustav osiguranja depozita, postojanje rizika: sustavni rizik, rizik skrbništva, rizik likvidnosti, valutni rizik, rizik neispunjenja obveza, operativni rizik, rizik promjene poreznih propisa i dr.³ Značajni su kanal prijenosa novčanih sredstava između novčano suficitarnih jedinica i novčano deficitarnih jedinica kojima su potrebna sredstva za financiranje raznih projekata i poslovanja. Uloga fondova je da efikasno alociraju resurse u ekonomiji, a to čine tako što ulagačima nude svoje usluge, koje su prethodno opisane, pa se time ne troši uzaludno novac na analizu tržišta i istraživanje u što je najbolje uložiti već to za ulagače rade investicijski fondovi. Ulaganjem novčanih sredstava individualnih ulagača u državne, korporativne i municipalne obveznice i druge različite vrijednosnice čine u korist novčano deficitarnih jedinica i individualnim ulagačima nastoje omogućiti što veći prinos uz preuzeti rizik. Svojim djelovanjem pridonose i likvidnosti tržišta što je iznimno važno za ulagače da će se transakcije izvršiti brzo i sigurno i po fer cijeni. Stoga kapital

¹ Gremillion, L., *Mutual Fund Industry Handbook*, John Wiley & Sons, 2005., str. 5-7

² ICI, *A Guide to Understanding Mutual Funds*, str. 6. Dostupno na: http://vcee.org/wp-content/uploads/2015/05/Understanding_mfs.pdf

³ Krišto, J., *Upravljanje izloženošću riziku institucionalnih investitora uvođenjem kapitalnih zahtjeva*, Ekonomski fakultet, Zagreb, 2012., str. 24

koji se daje za efikasnu upotrebu potiče ekonomski rast.⁴ Osim doprinosa na gospodarstvo i finansijski sustav, IF-ovi svojim poslovanjem uključuju i surađuju sa ostalim sudionicima, osim individualnih ulagača, u pravilu sa finansijskim institucijama kao što su komercijalne banke, štedne institucije, finansijska poduzeća, društva za osiguranje i mirovinski fondovi. Ulaganjem u različite vrijednosne papire sudjeluju na različitim tržištima kao što su tržište novca, tržište obveznica, hipotekarno tržište, tržište dionica, tržište opcija, tržište *swap-ova* i *futures-a*.⁵

Podjela IF-ova vrlo je široka, no najčešća podjela je prema organizacijskom obliku koja razlikuje otvorene s javnom i privatnom ponudom i zatvorene IF-ove. Zatvoreni investicijski fond osniva se kao dioničko društvo i imovina je podijeljena na dionice kojima se trguje na organiziranim tržištima, što znači da se njihova cijena određuje temeljem ponude i potražnje. Otvoreni investicijski fond razlikuje se od zatvorenog, on ne izdaje dionice već prodaje udjele i prikupljena sredstva dalje ulaže u finansijske instrumente, pa se imovina fonda svakom kupnjom povećava. Otvoreni investicijski fond s javnom ponudom znači da je kupnja udjela dostupna neograničenom broju ulagača, dok s zatvorenom ponudom usmjeren je prema određenom broju kvalificiranih ulagatelja.⁶ Druga najčešća podjela, ujedno i šira podjela IF-ova je prema investicijskim ciljevima, tj. prema strukturi vrijednosnih papira u koje ulažu. *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) razvila je paneuropsku metodologiju klasifikacije IF-ova, prema kojoj IF može biti klasificiran u samo jednu kategoriju s obzirom u koju imovinu ulaže. EFAMA metodologija definira 6 vrsta IF-ova: dionički, obveznički, novčani, mješoviti, *Absolute Return Innovative Strategies (ARIS)* i ostali.⁷

⁴ O'Reilly I., *The investment industry: a top-down view*, Third Edition - Chapter 1. Dostupno na: *Chartered Financial Analyst*, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/investment-foundations/1-the-investment-industry-a-top-down-view.ashx?la=en&hash=4CE062CAF584C924273ABD47CE530A53774F1426> (29.07.2020.)

⁵ Madura, J., *Financial markets and institutions*, 11th edition, Cengage Learning, 2015., str. 614

⁶ Odlomak prilagođen prema: Stojanović, A., Pavković, A. & Krišto, J., *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Ekonomski fakultet – Zagreb, Zagreb, 2014., str. 100 i Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *Financijska tržišta i institucije*, Mate, 2005., str. 520 i 521

⁷EFAMA, *The European Fund Classification EFC Categories*, travanj 2012, dostupno na: https://www.efama.org/Publications/Public/European_Fund_Classification/EFC%20Categories%20Report.pdf#search=the%20european%20fund%20classification (30.7.2020.)

3. RAZVIJENOST INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ

3.1. Razvoj investicijskih fondova

Osnivanjem prvog službenog investicijskog fonda u SAD-u 1924. godine pod nazivom *Massachusetts Investors Trust* počinje djelovanje investicijskih fondova na razvijenim financijskim tržištima. Nakon 1933. investicijski fondovi u SAD-u doživjeli su eksponencijalni rast imovine i udjela u strukturi imovine svih financijskih institucija. Rast značajnosti fondova na razvijenom tržištu kao što je SAD nije se dogodio i u zemljama Europe, odnosno u zemljama srednje i istočne Europe čijim tržištem dominiraju banke, zbog bankocentričnosti tržišta razvoj investicijskih fondova započinje tek masovnom privatizacijom u 90-tim godinama 20. stoljeća.⁸

U tranzicijskim zemljama kao što je Hrvatska pojam fondova je relativno nov, s obzirom da do 1995. godine nije postojao adekvatan zakonski okvir za osnivanje investicijskih fondova. Donošenjem prvog Zakona o investicijskim fondovima (107/95 NN) reguliralo se poslovanje investicijskih fondova, no pravi razvoj započinje donošenjem Zakona o privatizacijskim investicijskim fondovima (109/97 NN) i osnivanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova (dalje PIF-ova). U tom razdoblju iako još nedovoljno razvijenom tržištu kapitala cijene dionice su rasle čime se zainteresiranost ulagača povećala i mogućost razvoja fondovske industrije izgledala je obećavajuća, no takvo raspoloženje nije dugo trajalo jer je kriza u razdoblju 1997-1998. godine zaustavila rast dionice. PIF-ovi koji su nastali u sklopu projekta kuponske privatizacije, nisu prikupljali sredstva ulagača, njihova zadaća je bila prikupljati privatizacijske bodove od sudionika kuponske privatizacije (stradali u Domovinskom ratu) te su takvim bodovima sudjelovali na posebnim dražbama Hrvatskog fonda za privatizaciju i tako su PIF-ovi postali nakon dražbe dioničari u određenom poduzeću. Ovim procesom došlo je do transformacije državnih poduzeća u privatna poduzeća i velike korporacije, i time je u posjed PIF-ova dospjelo visokih 90% „uginulih“ poduzeća čime se stvorila negativna percepcija građana o fondovskoj industriji te su i danas investicijski fondovi za njih nepouzdana institucije za ulaganje svojih novčanih sredstava. Pa je to jedan od razloga, vuče svoje korijene još iz 90-tih do danas, koji ograničava snažniji razvoj investicijskih fondova na tržištu kapitala u Hrvatskoj.⁹

⁸ Stojanović, A., Pavković, A. & Krišto, J., *op.cit.* u bilj. 5, str. 91

⁹ Jurić D., *Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa 29, br. 4, 2005, str. 388 i 389. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/353> (8.09.2020.)

Završetkom privatizacijskog procesa broj investicijskih fondova u Hrvatskoj je počeo rasti s paralelnim razvojem tržišta kapitala. Rastom udjela na tržištu javila se potreba za jačom i daljnjom regulacijom njihovog poslovanja pa se u cilja jačanja nadzora osniva Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), nacionalni regulator za nadzor financijskih institucija, financijskih usluga i institucija koje pružaju financijske usluge. Između ostalog provodi nadzor i nad investicijskim fondovima i društvima za upravljanje investicijskim fondovima¹⁰ u Hrvatskoj.¹¹

3.2. Zakonodavni okvir

Poslovanje investicijskih fondova u Hrvatskoj, a time i djelokrug i nadležnost nadzorne agencije HANFA-e, u tom području, regulirano je: Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16), Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18), podzakonskim aktima, pravilnicima, uredbama Europske komisije i smjernicama Europske agencije za nadzor vrijednosnica i financijskog tržišta (ESMA)¹². Navedeni zakoni usklađeni su s odredbama jedinstvenog tržišta financijskih usluga u EU. Kako smo dio jedinstvenog tržišta, jedinstvena pravila poslovanja investicijskih fondova uređene su UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) direktivama, pa se takvi fondovi nazivaju još i UCITS fondovi. Prva UCITS direktiva bila je usvojena još 1985.godine i pružila je mogućnost poslovanja UCITS fondova u svim zemljama članicama Europske Unije. Od 1985. bila je često modificirana s ciljem daljnjeg razvoja financijskog tržišta, a njezina zadnja verzija *UCITS Directive* (2009/65/EC), poznata još kao UCITS IV., usvojena je 2009.godine i stupila na snagu u srpnju 2011., a već 2012. donesena je odluka o objavljivanju nove verzije direktive UCITS V.¹³

Europsko zakonodavstvo razlikuje pored dominantnih UCITS fondova i njihove regulative i ostale vrste investicijskih fondova: Alternativne investicijske fondove - AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), Europske venture capital fondove - EuVECA (*European Venture Capital Funds*), Europske fondove socijalnog poduzetništva - EuSEF (*European Social Entrepreneurship*

¹⁰ Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima U Hrvatskoj osnovano je 1997. godine pod nazivom *FondInvest* od strane Komisije za vrijednosne papire (danas HANFA). Kasnije 2002.godine preimenovano je u *KD Investments* zbog dokapitalizacije slovenske financijske grupacije *KD Group*.

¹¹ Perčević, H. i Mićin, M., *Povezanost kretanja neto imovine investicijskih fondova i bruto domaćeg proizvoda u Republici Hrvatskoj*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, vol., br. 23, 2017., str. 217. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/202155> (5.8.2020.)

¹² Podzakonski akti, pravilnici, uredbi i smjernice dostupne su na: <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulativa/otvoreni-investicijski-fondovi-s-javnom-ponudom/#section0> i <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/regulativa/alternativni-investicijski-fondovi/>

¹³ EFAMA, *UCITS V*. Dostupno na: <https://www.efama.org/Lists/Topics/form/DispItem.aspx?ID=34> (5.8.2020.)

Funds), Europske dugoročne investicijske fondove - ELTIF (European Long-Term Investments Funds) i Fondove novčanog tržišta – MMF (Money Market Funds).¹⁴

Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom propisanu su:

- uvjeti za osnivanje i rad otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom (dalje u tekstu UCITS fondovi) i društava za upravljanje UCITS fondovima
- način izdavanja i otkupa udjela UCITS fondova, trgovanje udjelima UCITS fondova, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanje UCITS fondova, društava za upravljanje UCITS fondovima, depozitara i osoba koje nude udjele u UCITS fondovima.¹⁵

U Hrvatskoj se UCITS fondovi mogu osnivati samo kao otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom bez mogućnosti transformacije u alternativne investicijske fondove. Društvo za upravljanje je pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, i na temelju odobrenja HANFA-e, obavlja djelatnost upravljanja UCITS fondovima. Osniva se i posluje kao d.o.o. ili d.d. u RH.¹⁶ Osnovne djelatnosti društva su upravljanje UCITS fondovima, upravljanje portfeljem, investicijsko savjetovanje, pohrana i administriranje u vezi s udjelima u IF-u. Također, može upravljati uz prethodno odobrenje za rad u skladu sa zakonima koji uređuju njihovo poslovanje, alternativnim investicijskim fondovima, dobrovoljnim mirovinskim fondovima i fondovima osnovanim prema posebnom zakonu.¹⁷ Najniži temeljni kapital društva za upravljanje treba iznositi 1.000.000,00 kn.¹⁸

Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima propisuju se:

- uvjeti za osnivanje i rad alternativnih investicijskih fondova (dalje u tekstu AIF) i društva za upravljanje AIF-ovima (dalje u tekstu UAIF)

¹⁴ European Commission, *Investment Funds*. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_hr (5.8.2020.)

¹⁵ Odredba čl.1 Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br.44/16, 126/19

¹⁶ Odredba čl.12.st.1 Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

¹⁷ Odredba čl.13.st.1 i 2. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

¹⁸ Odredba čl.18.st.1. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom

- način izdavanja i otkupa udjela AIF-a, trgovanje udjelima AIF-a, delegiranje poslova na treće osobe te nadzor nad radom i poslovanjem društva za upravljanje AIF-a, AIF-a, depozitara i osoba koja nude udjele u AIF-ima¹⁹

U Republici Hrvatskoj alternativni investicijski fond može se osnovati kao otvoreni i zatvoreni AIF bez obzira da li prikuplja sredstva javnom ili privatnom ponudom. Društvo za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (UAIF) je pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, osniva se i posluje na temelju odobrenja za rad od strane HANFA-e i to kao d.o.o. ili d.d. te upravlja jednim ili više AIF-ova.²⁰ UAIF može poslovati kao vanjski upravitelj koji upravlja jednim ili više AIF-ova te kao zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem, kada uprava odluči da neće imenovati vanjski UAIF.²¹ Osnova djelatnost UAIF-a je upravljanje AIF-om te ostale djelatnosti kao što su upravljanjem portfeljem, investicijsko savjetovanje, pohrana i administriranje, poslovi servisera. Osim navedenih djelatnosti UAIF može upravljati UCITS fondovima, uz prethodno dobivenu dozvolu za rad na temelju zakona koji uređuje poslovanje UCITS fondova, i fondovima osnovanim prema posebni zakonima, uz prethodno dobiveno odobrenje za upravljanje takvim fondovima.²² Zakon o AIF-ima razlikuje tri kategorije UAIF-a s obzirom na prag imovine: veliki, srednji i mali UAIF, a na temelju tih kategorija različiti je i iznos temeljnog kapitala. Najniži iznos temeljnog kapitala velikog UAIF-a iznosi 2.400.000,00 kn za zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem ili 1.000.000,00 kn kada je UAIF kao vanjski upravitelj AIF-a, za srednji UAIF iznosi 1.800.000,00 kn za zatvoreni AIF s unutarnjim upravljanjem ili 750.000,00 kn kada je UAIF vanjski upravitelj te za mali UAIF iznosi su 1.200.000,00 kn ili 500.000,00 kn.²³ Zakonodavni okvir uređuje poslovanje posebnog fonda Zakonom o Fondu hrvatskih branitelja Domovinskog rata i članova njihove obitelji. Fond je osnovala vlada RH.

3.3 Tržište investicijskih fondova u Hrvatskoj

Bankocentričnost Hrvatskog financijskog sustava ogleda se u dominaciji banaka naspram ostalih financijskih institucija. U strukturi financijskog sektora u Hrvatskoj, prema podacima sa službenih stranica regulatornih institucija, dominiraju kreditne institucije, osiguratelji i mirovinski fondovi,

¹⁹ Odredba čl.1 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18, 126/19

²⁰ Odredba čl.10.st.1 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

²¹ Odredba čl.10.st.7 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

²² Odredba čl.11.st.1 i 2 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

²³ Odredba čl.22.st.1 i 2 Zakona o alternativnim investicijskim fondovima

dok ostali institucionalni investitori imaju tek malen udio u ukupnoj aktivi financijskog sektora. Iako posljednjih godina kreditne institucije bilježe pad, a institucionalni investitori bilježe porast u ukupnoj aktivi financijskog sektora, primjerice investicijski fondovi, financijski sustav Hrvatske ostaje i dalje bez značajnih promjena u strukturi. Ovakva struktura financijskog sektora razlog je nedovoljnog razvijenog tržišta kapitala, slaba financijska pismenost stanovništva Hrvatske, odnosno nepoznavanje fondovske industrije, konzervativni karakter stanovništva, nepovjerenje u ostale financijske institucije, osim banaka, i loša povijesna iskustva, pa svoju imovinu drže u sigurnim institucijama. Prema podacima stanovništvo Hrvatske najviše ulaže u sigurniju imovinu, pretežito u gotovinu i depozite, a tek manjim dijelom u ostalu imovinu. Sektor stanovništva predstavlja važan izvor novčanih sredstava institucionalnih investitora i kao takav jedan je od čimbenika značajnijeg razvoja institucionalnih investitora, stoga bi se trebalo poticati stanovništvo na ulaganje u institucionalne investitore kako bi se njihova štednja usmjeravala u druge institucije, koje nose više prinose nego klasična štednja u bankama.

Tržište investicijskih fondova u Hrvatskoj je nedovoljno razvijeno i u usporedbi sa ostalim državama Europske Unije i dalje predstavlja manji dio financijskog tržišta u Hrvatskoj. Udio imovine IF-ova u BDP-u Hrvatske iznosi samo 6%²⁴ što je daleko ispod prosjeka EU koji iznosi 76%, ispod Hrvatske zemlje sa manjim postocima su Slovenija, Rumunjska, Turska, Grčka i Bugarska, koje također imaju nerazvijen sektor investicijskih fondova u financijskom sustavu. Unatoč niskom postotku kada se gleda cijelo područje Europske Unije, investicijski fondovi u Hrvatskoj dobivaju na sve većoj važnosti posljednjih godina jer su prepoznati kao jedan od čimbenika koji mogu doprinijeti ekonomskom rastu države zajedno sa mirovinskim fondovima i osigurateljima te će u budućnosti taj postotak rasti iz razloga što se fondovska industrija razvija sve više s obzirom na vrste i proizvode koje nude, što rezultira dostupnošću veće količine financijske imovine investicijskim fondovima za financiranje poslovanja u Hrvatskoj.²⁵ Iako bilježe rast Hrvatska zaostaje za razvijenim zemljama te će trebati dulje vrijeme da dosegne razinu razvijenih zemalja.

²⁴ Cherowbrier J., *Statista*. Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/368648/europe-investment-funds-assets-to-gdp-ratio-by-country/> (7.8.2020.)

²⁵ Tomek T., Gjoic Tomić T., *Investment funds industry in Croatia*, CEE Legal Matters Magazine, vol.6, br. 11, 2019., str. 49, dostupno na: http://ceelegalmatters.com/Magazines/ISSUE_CEELM_6.11_free.pdf (8.8.2020.)

Promatrajući strukturu investicijskih fondova u Hrvatskoj broje i ukupnom imovinom dominiraju UCITS fondovi, zbog njihove popularnosti u svijetu tako i kod nas smatraju se jednim od pokazatelja razvijenosti fondovske industrije pojedine države. U strukturi UCITS fondova prema vrsti u lipnju 2020., s brojem (40), ali i udjelom u neto imovini svih fondova (12,9 mlrd.kn (lipanj 2020.), tj.76%) dominiraju obveznički fondovi. Ovakva dominacija obvezničkih fondova posljedica je stupanja na snagu Uredbe o novčanim fondovima, zbog čega su se novčani fondovi početkom 2019. preregistrirali u kratkoročne obvezničke fondove. Nakon obvezničkih slijede dionički fondovi s udjelom od 9%, odnosno sa vrijednošću neto imovine u lipnju 2020. od 1,4 mlrd. kn te mješoviti sa 5% i ostali sa 8%. Ovakva struktura UCITS fondova pokazuje na nerazvijenost financijskog tržišta u Hrvatskoj, nedovoljnu financijsku pismenost stanovništva, strah od preuzimanja viših rizika, promjenu regulative novčanih fondova.

4. UTJECAJ COVID-19 NA SEKTOR INVESTICIJSKIH FONDOVA U HRVATSKOJ

Pandemija izazvana korona virusom izazvala je enormne posljedice na realnu ekonomiju i pomutnju na financijskim tržištima diljem svijeta. Globalna ekonomija je paralizirana u mjeri koja se uspoređuje sa učincima koje su ostavile dvije velike krize, Velika depresija 1930. i Globalna financijska kriza 2008., no smatra se kako će učinci pandemije biti snažniji. Trenutna kriza mnogo je drugačija od prijašnje financijske krize iz 2008. Izvor krize nisu ukorijenjeni ekonomski problemi kao u zadnjoj krizi, koja je ujedno bila endogeni šok i proizvod akumuliranih dugoročnih problema već iznenadna erupcija javnog zdravlja koja ostavlja dalekosežne posljedice i puno neizvjesnosti kako u realnoj tako i u financijskoj sferi. Reakcija financijskih tržišta odraz je brzine širenja virusa preko granica i ekonomske i financijske implikacije izazvane mjerama socijalne distance i potpunog ili djelomičnog zatvaranja ekonomija diljem svijeta. Volatilnost financijskih tržišta nakon nekoliko godina niske volatilnosti sa nekoliko iznimka, ponovo je početkom 2020.godine zabilježila razine volatilnosti kao i posljednje globalne financijske krize.²⁶ U Hrvatskoj stres na domaćim financijskim tržištima u ožujku 2020. usporediv je sa stresom opaženim u ostalim zemljama Europe, što nije slučaj za vrijeme globalne financijske krize kada su razine domaćeg stresa bile niže od ostatka EU.²⁷

²⁶ ECB, *Financial Stability Review*, svibanj 2020

²⁷ HANFA, *op.cit.* u bilj. 61, str. 19

Početakom 2020. nastavio se pozitivni financijski trend iz 2019. godine, no ubrzo krajem siječnja opažaju se negativni utjecaji širenja korona virusa diljem svijeta na financijskim tržištima. Promjena raspoloženja investitora utjecala je na promjenu imovine u sektoru financijskih usluga u Hrvatskoj kada je zabilježila pad od 6,3% krajem ožujka 2020. u odnosu na kraj 2019., to je smanjenje najvećim dijelom zbog pada neto imovine investicijskih fondova jer su na negativna tržišna kretanja i neizvjesnosti povezane daljnjim razvojem pandemije investitori reagirali značajnim odljevima sredstava iz fondova.²⁸ Promatrajući broj i strukturu IF-ova prema broju nisu vidljive značajne promjene, tj. učinak pandemije na ukupan broj i strukturu prema broju investicijskih fondova na kraju lipnja 2020. nije zabilježena (tablica 1.). Struktura UCITS fondova i dalje je ostala nepromijenjena te su najzastupljeniji obveznički i dionički fondovi. U usporedbi s pretkriznim razdobljem prije početka globalne financijske krize brojem su dominirali dionički i mješoviti fondovi, dok prije početka pandemije tržištem u Hrvatskoj dominiraju obveznički i dionički fondovi te se može zamijetiti da navedene krize nisu utjecale na promjenu strukture IF-ova prema broju.

²⁸ HANFA, op.cit. u bil. 61, str. 14

Tablica 1. Broj investicijskih fondova

	2008.	2009.	Postotna promjena 09./08.		2019.	06.2020.	Postotna promjena 19./06.20.
Otvoreni IF-ovi	126	130	3,2%	UCITS fondovi	99	100	1,00%
-s javnom i privatnom ponudom	124	128	3,2%	Novčani	2	2	0,00%
Novčani	18	23	27,8%	Obveznički	39	40	2,60%
Obveznički	15	11	-26,7%	Mješoviti	9	9	0,00%
Mješoviti	28	30	7,1%	Dionički	23	23	0,00%
Dionički	63	64	1,6%	Napajajući	2	2	0,00%
-otvoreni IF-ovi rizičnog kapitala	2	2	0,0%	Ostali	24	24	0,00%
Zatvoreni IF-ovi	11	10	-9,1%	AIF	35	35	0,00%
-s javno ponudom	4	4	0,0%	-s javnom ponudom	4	3	-25,00%
-s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine	7	6	-14,3%	Otvoreni s javnom ponudom	1	0	-100,00%
				Zatvoreni s javnom ponudom	2	2	0,00%
				Zatvoreni s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine	1	1	0,00%
				-s privatnom ponudom	31	32	3,20%
				Osnovni s privatnom ponudom	11	11	0,00%
				Posebni s privatnom ponudom	13	15	15,40%
				Rizičnog kapitala	6	5	-16,70%
				Zatvoreni s privatnom ponudom	1	1	0,00%
				Ukupno	134	135	0,70%

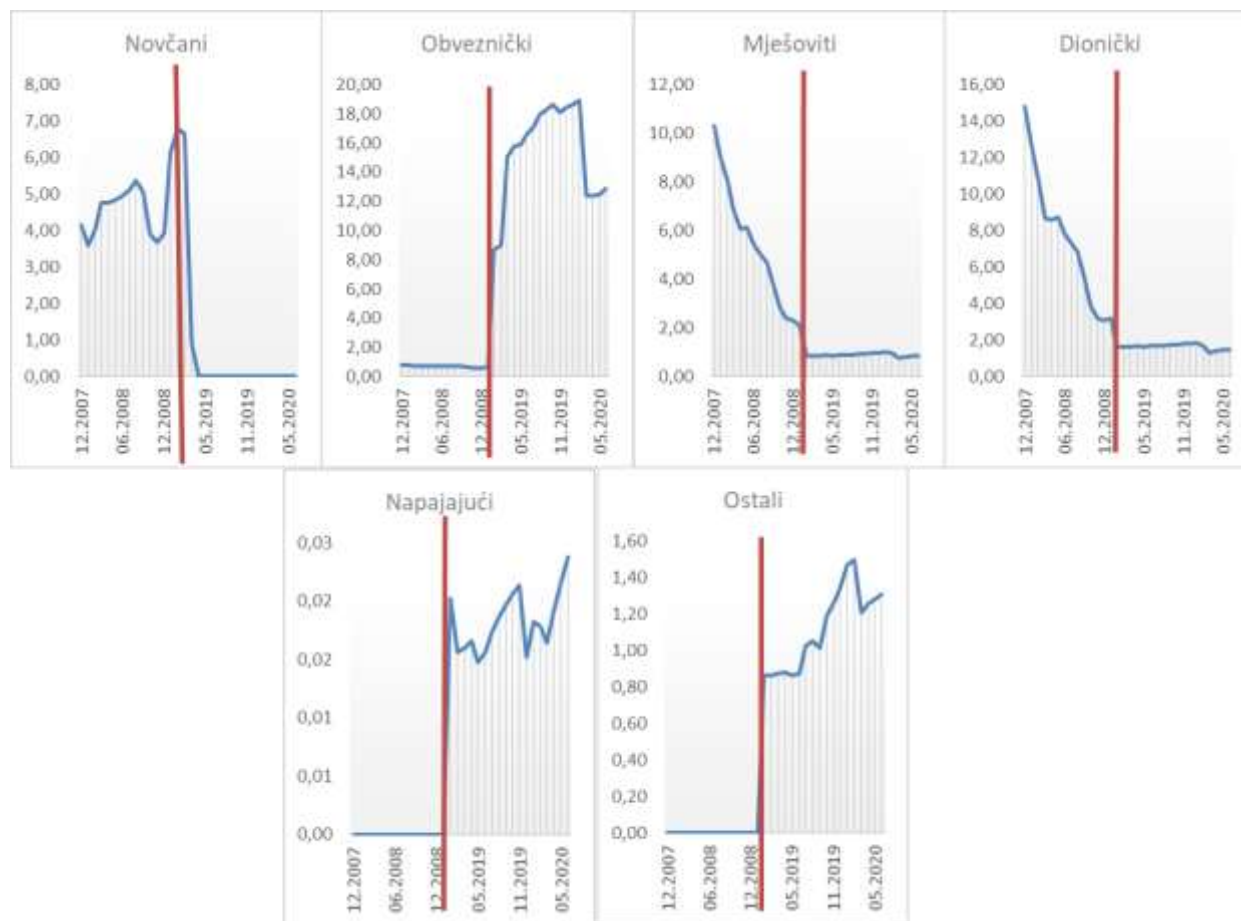
Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

Pogoršanje volatilnosti na financijskom tržištu Hrvatske tijekom veljače i ožujka 2020. izrazito je utjecalo na smanjenje neto imovine (dalje u tekstu: NAV) UCITS fondova kao što je prethodno spomenuto. Kao i kod posljednje financijske krize investicijski fondovi su najviše bili pogođeni nestabilnošću nastalom na domaćem financijskom tržištu. NAV UCITS fondova (grafikon 1.) je tijekom 2019. bilježila konstantan rast, trend rasta nastavljen je do veljače 2020. kada je iznosila 23,1 mlrd. HRK, a već krajem ožujka zabilježen je nagli pad zbog negativnih tržišnih trendova te je iznosila 15,6 mlrd. HRK što je pad od -32,2% u samo mjesec dana. Ukupna neto imovina prvenstveno se smanjila zbog povećanog otkupa udjela od 6,7 mlrd. HRK, a manjim dijelom zbog pada vrijednosti imovine u koju fondovi ulažu u iznosu od 1,1 mlrd. HRK. U razdoblju od 21.

veljače do 24. ožujka 2020. tj., u razdoblju kada se situacija u vezi korona virusom naglo pogoršala sve vrste UCITS fondova zabilježile su pad NAV-a osim novčanih fondova koji su jedini bilježili porast u veljači, dok su krajem ožujka i oni imali pad imovine od 16% s obzirom na prethodni mjesec. Najviši pad NAV-a imali su obveznički fondovi, koji nisu kratkoročni, od 40,8%, mješoviti fondovi imali su pad od 28%, napajajući 23,5%, ostali fondovi 22,3%, a dionički fondovi 34,9%. Uzroci pada NAV-a su različiti: kod dioničkih fondova to je rezultat negativnih tržišnih kretanja, odnosno pada cijene dionica na dioničkim tržištima, kod obvezničkih fondova zabilježeni su povijesno najveći neto odljevi sredstava kao posljedica veće konzervativnosti ulagatelja i nesklonosti riziku te su reagirali povlačenjem sredstava i ulaganjem u sigurnije bankovne depozite. Stoga su obveznički fondovi vrlo ranjivi zbog velike koncentracije ulaganja u državne obveznice RH, čija premija rizika u nestabilnim razdobljima raste, promjene odluke investitora i korekcije cijena dužničkih vrijednosnih papira. Na pad NAV-a mješovitih fondova utjecala su podjednako tržišna kretanja i preferencije ulagatelja. NAV dioničkih fondova u travnju i svibnju je rasla kao rezultat kombinacije pozitivnih neto uplata i oporavka cijena na dioničkim tržištima, dok je NAV obvezničkih fondova stagnirala.²⁹ S obzirom na dominaciju državnih obveznica u strukturi ulaganja UCITS fondova najviše su podložni promjenama na tržištu obveznica posebice tijekom promjena investicijskog rejtinga Hrvatske što je bilo vidljivo u kretanju neto imovine obvezničkih fondova. Situacija je bila drugačija prije početka financijske krize 2008.godine kada su OIF-ovi dominantno ulagali u dionice, posebice dionički i mješoviti fondovi, te su oni doživjeli najveći pad neto imovine i zabilježili pad vrijednosti udjela i negativne prinose, odnosno najviše su bili podložni volatilnosti dioničkog tržišta koje su se događale tijekom trajanja krize.

²⁹ HANFA, Obavijesti potrošačima. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/4593/2020-03-31-priop%C4%87enje-konzervativni-ulagatelji-reagirali-na-pandemiju-koronavirusa-zna%C4%8Dajnim-povla%C4%8Denjem-iz-ucits-fondova-final.pdf> (25.08.2020.)

Grafikon 1. Učinci kriza na kretanje neto imovine investicijskih fondova, u mlrd. HRK

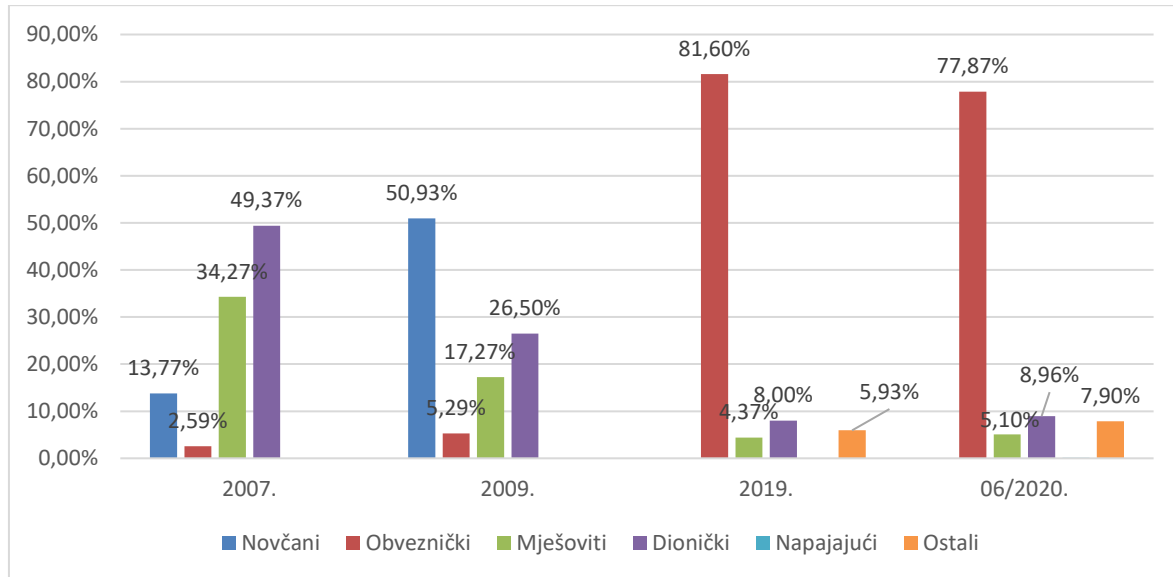


Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

Promatrajući strukturu IF-ova u ukupnoj imovini UCITS fondova (grafikon 2.) nisu zabilježene značajne promjene kao npr. posljednje financijske krize. Krajem 2019. najzastupljeniji su bili obveznički fondovi sa 81,6%, te slijede dionički sa 8%, mješoviti sa 4,37%, ostali 5,93% dok napajajući i novčani tek zajedno čine 0,11% u ukupnoj neto imovini UCITS fondova. Zbog pogoršanja na domaćem financijskom tržištu tijekom veljače i ožujka neto imovina se bitno smanjila, no i dalje su najzastupljeniji obveznički fondovi sa 78%, dionički sa 9%, mješoviti sa 5%, ostali sa 8 %. Ovakva nepromijenjena struktura rezultat je brze reakcije HNB-a na reduciranu likvidnost obvezničkih fondova tako što je otkupila vrijednosne papire RH i stabilizirala obvezničko tržište, ali i brzi oporavak dioničkog tržišta. Također, financijski stres je sveden na niske razine zbog poboljšanja situacije u vezi razvoja pandemije tijekom travnja, svibnja i lipnja te su odluke investitora također utjecale. Struktura tijekom posljednje financijske krize nije ostala

nepromijenjena već je došlo do promjene, točnije u pretkriznom razdoblju dominirali su dionički i mješoviti fondovi, dok je struktura nakon krize bila izmijenjena u korist novčanih fondova, a dominacija rizičnijih oblika se izrazito smanjila.

Grafikon 2. Struktura UCITS fondova prema vrsti, u %

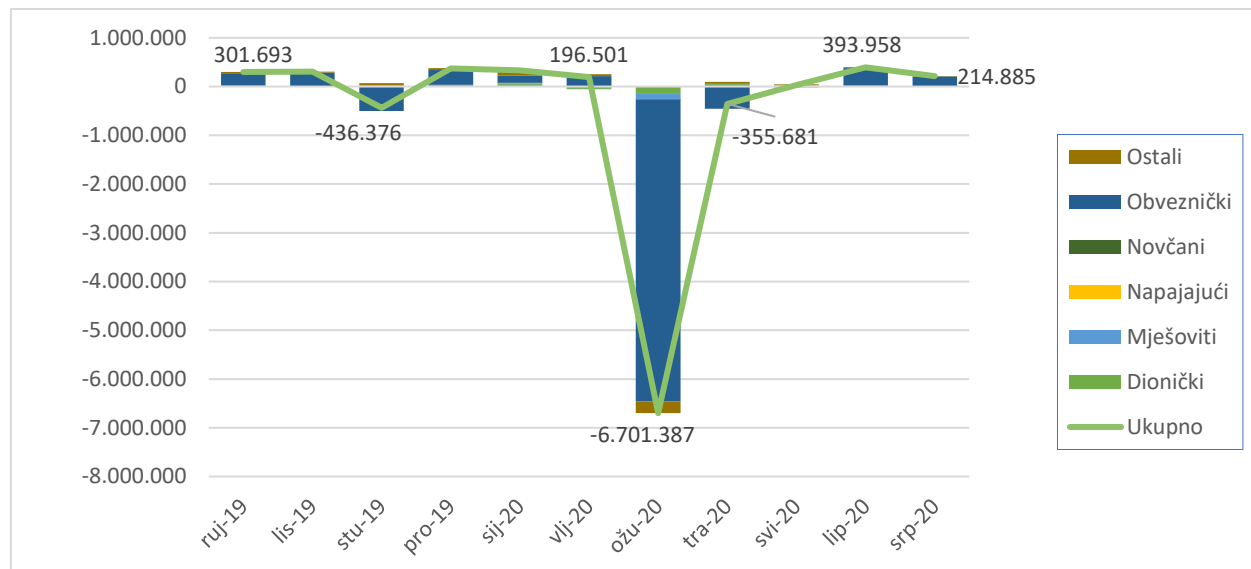


Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

Uzroci pada neto imovine pojedinih fondova tijekom pandemije najvećim dijelom bili su zbog velikih odljeva. Tijekom 2019. UCITS fondovi bilježe pozitivne neto izdane udjele, iznimka studeni 2019., te su početak 2020. dočekali sa dobrom likvidnošću. Domaći investitori su na eksterni šok izazvan COVID-19 reagirali snažnim povlačenjem svojih sredstava iz investicijskih fondova (grafikon 3.), tako su u razdoblju od 11. ožujka do kraja mjeseca povukli 7,7 mlrd. HRK, odnosno neto vrijednost izdanih udjela UCITS fondova iznosila je -6,7 mlrd. HRK. Najveći odljevi zabilježeni su kod obvezničkih fondova koji su na kraju ožujka imali odljev od -7,1 mlrd. HRK, a dionički i mješoviti -0,16 i -0,14 mlrd. HRK. Neto vrijednost izdanih udjela smanjila se na -0,4 mlrd. HRK krajem travnja, a pozitivna vrijednost neto izdanih udjela zabilježena je u svibnju i lipnju zbog novih ulazaka i povoljnih tržišnih kretanja što je utjecalo na vrijednost imovine u koju fondovi ulažu te je već u srpnju vidljiv ponovo blagi pad. Tečajne promjene imale su izrazito mali postotak utjecaja na neto imovinu fondova, krajem ožujka i početkom travnja zabilježeni su deprecijacijski pritisci kune prema euru, no HNB je na deviznom tržištu reagirao otkupom deviza

te su značajne oscilacije tečaja spriječene. Tržišna kretanja najviše su pogodila dioničke i mješovite fondove zbog značajne volatilnosti domaćeg dioničkog tržišta.³⁰

Grafikon 3. Neto vrijednost izdanih udjela UCITS fondova u razdoblju od rujna 2019. do srpnja 2020., u tis. kn



Izvor: izrada autora prema podacima HANFA-e

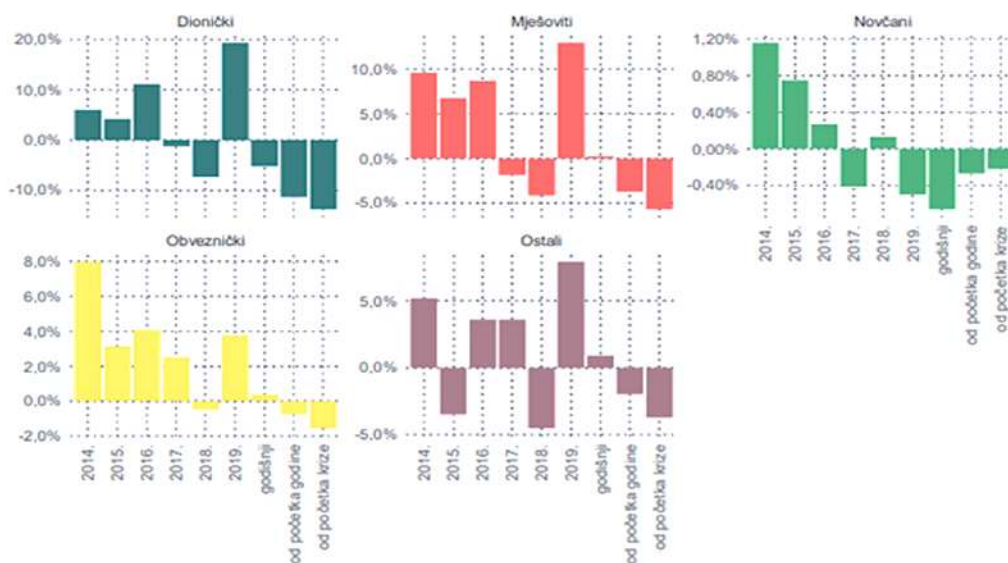
Poboljšanje javnih financija Republike Hrvatske tijekom 2019. rezultiralo je povratkom kreditnog rejtinga u investicijski razred te je zahtijevani prinos na državne obveznice pao, koje čine najveći dio ulaganja društva i fondova sektora financijskih usluga. Pad prinosa stvorilo je pritiske na profitabilnost te su financijske institucije tragale za prinosima.³¹ Pogoršanjem situacije s razvojem virusa cilj u 2020. je očuvati i zadržati postojeće prinose. Profitabilnost u prvom tr.2020. svih pružatelja financijskih usluga je bila stabilna, osim fondova, te nisu ostali otporni na posljedice krize kao ni posljednje financijske krize. Od početka zdravstvene krize, 20.02.2020. kada se situacija u Europi pogoršala, do lipnja 2020. zabilježeno je smanjenje cijene udjela i negativni prinosi kod svih vrsta UCITS fondova (slika 1.). S obzirom na strukturu ulaganja i oscilacija cijena dionica od početka krize do kraja lipnja 2020. najviši pad prinosa imali su dionički fondovi (-13,7%), ali unatoč pozitivnim prinosima u 2019. jedino su dionički fondovi (-5,2%) i novčani fondovi (-,07%) imali negativne prinose u jednogodišnjem razdoblju. Iako su se od početka godine i od početka krize smanjili prinosi svih kategorija, na godišnjoj razini obveznički, mješoviti i ostali

³⁰ HANFA, *op.cit.* u bilj. 61, str. 28

³¹ HANFA, *op.cit.* u bilj.42, str. 16

fondovi imali su rast prinosa redom od 0,2%, 0,4% i 0,9%. Profitabilnost i dalje nije značajno ugrožena te će ovisiti o trajanju zdravstvene situacije. Kako se na domaćem tržištu ulaganje u investicijske fondove smatra alternativnom štednjom, u dobrim vremenima dolazi do prelijevanja štednje iz bankovnih depozita u fondove s višim povratima, posebice obvezničke, a u kriznim vremenima zbog visoke razine konzervativnosti ulagača u Hrvatskoj štednja prelazi iz fondova u bankovne depozite koji su sigurniji. To je bio ujedno i najveći razlog pada neto imovine obvezničkih fondova u prvom tr.2020. Iako prosječni godišnji prinos obvezničkih fondova je viši od kamatne stope na oročene depozite.³²

Slika 1. Smanjenje prinosa UCITS fondova od početka zdravstvene krize, u %



Napomena: Godišnji prinos, prinos od početka godine i prinos od početka krize izračunati su kao promjena cijene udjela za 30.6.2020. u odnosu na 30.6.2019., 31.12.2019. i 20.2.2020.

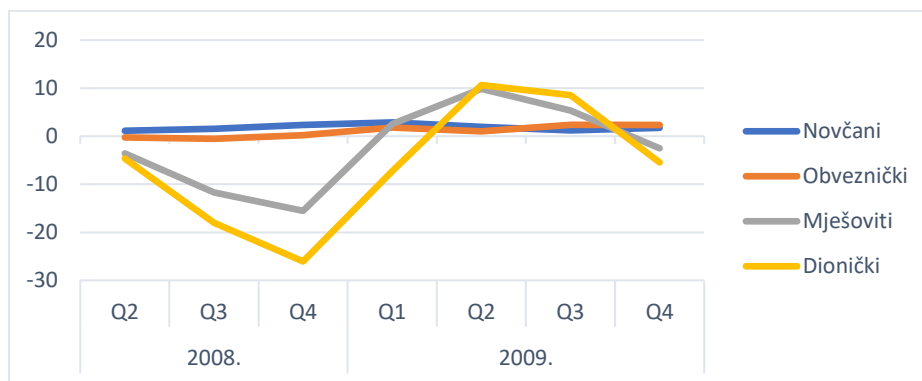
Izvor: HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, prvo polugodište 2020., broj IV, kolovoz 2020., str. 24

Situacija tijekom financijske krize u 2008. točnije u zadnjem kvartalu 2008. kada su učinci krize bili najsnažniji, najveći pad vrijednosti udjela imali su dionički i mješoviti, a obveznički i novčani su bilježili pozitivne prinose. Situacija se početkom 2009. stabilizirala najviše za dioničke i mješovite fondove, te su mješoviti i dionički imali pozitivne prinose sve do zadnjeg kvartala 2009. kada su ponovo zabilježili negativne prinose, no u manjem postotku. Novčani fondovi su tijekom

³² HANFA, *op.cit.* u bilj.61, str. 24

cijeje 2008. i 2009. imali pozitivne prinose, a ovakva situacija nije i tijekom trajanja pandemije kada su čak i novčani zabilježili negativne prinose na godišnjoj razini i od početka prvog zaraženog. Dionički i mješoviti fondovi opet su bilježili najveće negativne prinose, kao i tijekom 2008., dok su obveznički sada imali veće negativne prinose nego tijekom 2008. kada su imali samo u drugom i trećem kvartalu negativne prinose, dok su tijekom zadnjeg kvartala i tijekom cijele 2009. bilježili pozitivne prinose (grafikon 4.).

Grafikon 4. Kretanje prosječnih prinosa otvorenih investicijskih fondova u razdoblju od Q2/08. do Q4/09., u %



Izvor: izrada autora prema podacima HANFA, kvartalni bilteni, br.1-7

5. ZAKLJUČAK

Turbulentan početak 2020. godine na svjetskim i domaćim financijskim tržištima izazvan pandemijom korona virusa izazvao je promjene u sektoru financijskih usluga u Hrvatskoj. Smanjenje imovine sektora financijskih usluga najvećim dijelom proizašlo je padom neto imovine investicijskih fondova koji su snažno reagirali na negativna tržišna kretanja i odluke investitora koji su zbog neizvjesnosti u vezi pandemije povlačili sredstva iz fondova u sigurnije oblike. Utjecaj pandemije na broj i strukturu IF-ova prema broju u Hrvatskoj nije vidljiv. Kao i krajem 2019. u lipnju 2020. i dalje dominiraju obveznički fondovi izrazito zbog Uredbe o novčanim fondovima, kada su početkom 2019. obveznički fondovi zabilježili veliki porast broja i priljeve. Slijede ih dionički, ostali i mješoviti fondovi. Snažna volatilnost tijekom veljače i ožujka 2020. utjecala je na smanjenje ukupne neto imovine UCITS fondova, kao dominantni oblik IF-ova u Hrvatskoj prema broju i prema NAV-u. Uzrok naglog pada su povećani odljevi iz fondova, a manjim dijelom zbog promjene vrijednosti imovine. Tijekom nestabilnosti na domaćem financijskom tržištu sve vrste UCITS fondova bilježile su pad NAV-a, najviše obveznički, koji su zabilježili povijesno najveće odljeve, slijede ih dionički i mješoviti fondovi. Struktura UCITS fondova u ukupnoj neto imovini

ostala je nepromijenjena gdje su najzastupljeniji obveznički, dionički i mješoviti fondovi. Usprkos činjenici da su obveznički fondovi imali najveći pad imovine i najviše odljeva i dalje dominiraju u strukturi UCITS fondova. Ovakva nepromijenjena struktura znak je brze reakcije HNB-a pružanjem likvidnosti i stabilnosti obvezničkom tržištu otkupom državnih vrijednosnica. Povijesno snažne odljeve zabilježili su obveznički fondovi zbog promjene sentimenta ulagača i bijegom u sigurnije bankovne depozite što je uzrokovalo pad vrijednosti udjela i rast zahtijevanih prinosa na državne obveznice RH, kao najzastupljenija vrsta ulaganja obvezničkih fondova. Dionički fondovi također su imali podosta veliki pad neto imovine zbog negativnih tržišnih kretanja na domaćem dioničkom tržištu, a manjim dijelom zbog odljeva sredstava jer ulagači nisu htjeli povlačiti svoje udjele po nižim vrijednostima. Od početka krize u Hrvatskoj krajem veljače 2020. pa do kraja lipnja sve vrste UCITS fondova bilježile su negativne prinose, najviše dionički i mješoviti fondovi, a obveznički i novčani fondovi su imali također negativne prinose.

Situacija razvoja pandemije u Hrvatskoj kao i u globalu ostavlja puno neizvjesnosti na daljnja događanja u realnoj i financijskoj sferi, stoga su potrebne brze reakcije nadzornih institucija kako bi održavale financijsku stabilnost i kontinuitet poslovanja sektora financijskih usluga.

LITERATURA

Cherowbrier J., *Statista*. Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/368648/europe-investment-funds-assets-to-gdp-ratio-by-country/> (7.8.2020.)

ECB, *Financial Stability Review*, svibanj 2020

EFAMA, The European Fund Classification EFC Categories, travanj 2012, dostupno na: https://www.efama.org/Publications/Public/European_Fund_Classification/EFC%20Categories%20Report.pdf#search=the%20european%20fund%20classification (30.7.2020.)

EFAMA, UCITS V. Dostupno na: <https://www.efama.org/Lists/Topics/form/disptem.aspx?ID=34> (5.8.2020.)

European Commission, Investment Funds. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_hr (5.8.2020.)

Gremillion, L., *Mutual Fund Industry Handbook*, John Wiley & Sons, 2005., str. 5-7

HANFA, Godišnje izvješće 2019

HANFA, kvartalni bilteni, br.1-7

HANFA, *Makroprudencijalni skener rizika*, prvo polugodište 2020., br. IV, HANFA, Zagreb, kolovoz 2020.

HANFA, Obavijesti potrošačima. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/4593/2020-03-31-priop%20enje-konzervativni-ulagatelji-reagirali-na-pandemiju-koronavirusa-zna%20dajnim-povla%20denjem-iz-ucits-fondova-final.pdf> (25.08.2020.)

HANFA, Službeni podaci

ICI, *A Guide to Understanding Mutual Funds*, str. 6. Dostupno na: http://vcee.org/wp-content/uploads/2015/05/Understanding_mfs.pdf

Jurić D., Perspektiva razvoja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj, *Financijska teorija i praksa* 29, br. 4, 2005. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/353> (8.09.2020.)

Krišto, J., Upravljanje izloženosti riziku institucionalnih investitora uvođenjem kapitalnih zahtjeva, *Ekonomski fakultet*, Zagreb, 2012.

Madura, J., *Financial markets and institutions*, 11th edition, Cengage Learning, 2015.

Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *Financijska tržišta i institucije*, Mate, 2005.

O'Reilly I., *The investment industry: a top-down view*, Third Edition - Chapter 1. Dostupno na: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/programs/investment-foundations/1-the-investment-industry-a-top-downview.ashx?La=en&hash=4CE062CAF584C924273ABD47CE530A53774F1426> (29.07.2020.)

Perčević, H. I Mićin, M., Povezanost kretanja neto imovine investicijskih fondova i bruto domaćeg proizvoda u Republici Hrvatskoj, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Mostaru, vol., br. 23, 2017. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/202155> (5.8.2020.)

Stojanović, A., Pavković, A. & Krišto, J., *Upravljanje institucionalnim investitorima*, Ekonomski fakultet – Zagreb, Zagreb, 2014.

Tomek T., Gjoic Tomić T., *Investment funds industry in Croatia*, CEE Legal Matters Magazine, vol.6, br. 11, 2019. Dostupno na: http://ceelegalmatters.com/Magazines/ISSUE_CEELM_6.11_free.pdf (8.8.2020.)

Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, Narodne novine, br. 21/18, 126/19

Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br.44/16, 126/19