



IILAB WORKING PAPER SERIES

IILAB SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN

UDC

---

No. 02-03

Karla Štimac

**Percepcija ulagača pri izboru ulaganja u  
otvorene investicijske fondove s javnom  
ponudom**



Sveučilište u Zagrebu  
Ekonomski fakultet

Karla Štimac

**Percepcija ulagača pri izboru ulaganja u  
otvorene investicijske fondove s javnom  
ponudom**

**Karla Štimac**

kstimac@net.efzg.hr

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 Karla Štimac**

Sva prava pridržana.

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

## SAŽETAK

*Sve izraženiji problem današnjice u Hrvatskoj, u Europi, naposljetku i globalno je problem starenja stanovništva i njegov nepovoljni utjecaj na javne mirovinske sustave, te problem pojedinca da si osigura štednju i adekvatan život u trećoj životnoj dobi. Shodno tome, problematizira se i naglašava važnost kapitalizacije i institucionalizacije štednje kroz ulaganje u različite oblike investicijskih fondova od početka radnog odnosa pojedinca. Tako odluku pri odabiru investicijskog fonda čini niz čimbenika poput prinosa, profitabilnosti, primanja, sklonosti prema riziku, ali i dovoljnoj informiranosti pojedinca i pristup informacijama. Dok su mnogi autori istraživali i analizirali rizik te spremnost investitora preuzimanju rizika pri ulaganju u određeni oblik štednje, ostaje nedovoljno objašnjen afinitet potrošača i njihove percepcije pri odabiru ulaganja u investicijske fondove i uloga zelenih ulaganja pri donošenju odluke. U skladu s navedenim, cilj ovog rada je istražiti ulogu utjecaja određenih faktora pri formiranju odluke potrošača i afinitet potrošača pri odabiru oblika dugoročne institucionalizirane štednje kroz ulaganje u investicijske fondove. Također, ispitana je i percepcija ulagača o novim oblicima ulaganja poput zelenih ulaganja te njihov utjecaj na razvoj navedenih oblika sa ciljem održivosti i ekološke osviještenosti. Kako bi se ostvario postavljeni cilj, provelo se jednokratno istraživanje putem anketnog upitnika u kojem se ispitanicima postavilo pitanja s ciljem istraživanja percepcije potrošača pri izboru otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom. Na temelju provedenog istraživanja zaključuje se da je radi razvijanja gospodarstva, očuvanja stabilnosti financijskog sustava, održivosti mirovinskih sustava i ekološke osviještenosti potrebno sustavno provesti edukaciju potrošača i upoznati ih sa načinom upravljanjem novcem i važnosti štednje za mirovinu i budućnost. Uz to, može se zaključiti da postoji interes potrošača za ulaganjem viška svojih novčanih sredstava u alternativne oblike ulaganja. Ovim radom nastojalo se doprinijeti financijskim stručnjacima u boljem spoznavanju afiniteta potrošača pri izboru dugoročnog oblika štednje u vidu investicijskih fondova, ali i ostalim stručnjacima kojima je cilj ponuditi najkvalitetniju uslugu ulagačima bilo kroz različite oblike investicijskih fondova ili kroz nove vrste fondova temeljene na održivosti i ekološkoj osviještenosti.*

### **Ključne riječi**

*otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom, zelena ulaganja, ponašanje potrošača, tržište u RH, odabir ulaganja potrošača*

## 1. UVOD

Zbog sve izraženijeg trenda starenja populacije u svijetu u razvijenim zemljama problematizira se umirovljenje i financiranje stanovništva u mirovini. Posljedično, dolazi do razvoja investicijskih fondova globalno te se time naglašava važnost kapitalizacije i institucionalizacije štednje kroz ulaganje u različite oblike investicijskih fondova od početka radnog odnosa pojedinca. Investicijski fondovi kao financijske institucije danas su među najzastupljenijim financijskim posrednicima na svjetskim financijskim tržištima i svake godine bilježe sve veću važnost. Važnost investicijskih fondova očituje se kroz povećanje udjela imovine investicijskih fondova u ukupnoj imovini svih financijskih institucija. 1950. godine taj udjel iznosio tek 1,8%, 1970. 4,0%, 1990. već 9,6%, a u 2000. čak 18,2%, dok je na kraju 2010. iznosio 18,4%.

Ponašanje potrošača može se definirati kao iznimno dinamičan proces u kojemu se individualni potrošači, ali i grupe potrošača neprekidano razvijaju. U zadnje vrijeme, potrošači postaju obrazovaniji i informiraniji o tome što se događa oko njih i što se nudi na tržištu te je zbog toga iznimno važno razumijevanje i prilagođavanje motivima i ponašanju potrošača. U tržišnoj ekonomiji razlike u izboru proizvoda među potrošačima mogu odražavati razlike u individualnim ukusima i sklonostima i/ili razlike u informacijama. Tako, društvene norme, mišljenja vodećih, članova obitelji i prijatelja mogu odigrati važnu ulogu u utjecaju na ponašanje individualaca. Društveni utjecaj i interakcije s drugim ljudima mogu izazvati da se ulagači ponašaju iracionalno.

Shodno navedenom, u ovom radu ispitala se percepcija malih ulagača i njihovi motivi pri ulaganju u pojedini investicijski fond. Istraživanje je provedeno korištenjem anketnog upitnika. Prvi dio istraživanja fokusiran je na općenite stavove o ponašanju potrošača i njihovih štednih navika. U drugom dijelu detaljno su razrađeni stavovi potrošača o donošenju odluke odabira financijskog proizvoda. Treći i posljednji dio fokusiran je na stavove potrošača o suvremenim oblicima ulaganja i utjecaj na okoliš i dugoročnu održivost. Ovim radom želi se dokazati da određeni faktori utječu na odluku pojedinca pri formiranju odluke i odabira oblika dugoročne institucionalizirane štednje. Također, nastojalo se prikazati koji su to određeni faktori koji utječu na odluku ulagača te kakav utjecaj imaju novi oblici ulaganja na potrošača pri promicanju održivosti i ekološke osviještenosti.

## 2. PREGLED LITERATURE I OBILJEŽJA INVESTICIJSKIH FONDOVA I PONAŠANJA POTROŠAČA

Kako bi se mogli definirati investicijski fondovi potrebno je prvo definirati skupinu u koju oni pripadaju, a to su institucionalni investitori. Institucionalni investitori ili institucionalni ulagači specijalizirane su financijske institucije koje mobiliziraju i upravljaju štednjom individualnih ulagača i institucija te ih ulažu na financijskim tržištima ovisno o svom rizičnom profilu, ciljevima i ročnosti ulaganja u svrhu uvećanja vrijednosti ulaganja (Davis i Steil, 2001.).

Prema Milovanović, Galetić (2006.) investicijski fondovi postoje na financijskom tržištu kao institucionalni ulagači koji putem javne ponude prikupljaju financijska sredstva te ih, uz poštovanje načela sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i razdiobe rizika, ulažu u prenosive vrijednosne papire i/ili nekretnine, te u depozite u financijskim institucijama. Nadalje, prema Krišto (2019.) investicijski fondovi su financijski posrednici i institucionalni investitori koji prikupljaju sredstva individualnih ulagača i institucija te ih, u pravilu, plasiraju u financijske instrumente i/ili rjeđe u nekretnine i realna dobra. Samodol (1995.) definira investicijske fondove kao oblik okrupnjavanja pojedinačnih, obično malih uloga, u jedan veliki iznos. Investicijski fondovi ulaganjem u vrijednosne papire stvaraju diversificirani portfelj vrijednosnih papira. Kupnjom udjela investicijskog fonda postaje se vlasnik ili dioničar određenog investicijskog fonda, te tako prikupljena sredstva fond iskoristava za daljnju kupnju vrijednosnica na tržištu (ICI, 2015.).

Imovinom odnosno investicijskim fondom može upravljati financijska institucija, društvo za upravljanje, ili investicijsko društvo, kako je regulirano zakonskim okvirom na pojedinom tržištu (Leko, 2012.). Poslovanje investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj regulirano je Zakonom o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16) i Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18) te podzakonskim aktima, pravilnicima, uredbama Europske komisije i Smjernicama Europske agencije za nadzor vrijednosnica i financijskog tržišta (ESMA). Navedenim zakonima, koji su usklađeni s europskim direktivama, hrvatsko tržište investicijskih fondova dio je jedinstvenog tržišta financijskih usluga Europske unije. Prema Čulinovec-Herc (2013.) društvo za upravljanje investicijskim fondovima je pravna osoba sa sjedištem u RH koja, na temelju odobrenja HANFE, obavlja djelatnost upravljanja investicijskim fondovima. Osniva se i posluje kao trgovačko društvo osnovano u pravnom obliku društva s ograničenom odgovornošću ili dioničkog društva, a može se osnovati i kao Europsko društvo – Societas Europaea (SE). Predmet poslovanja društva za

upravljanje je osnivanje i upravljanje investicijskim fondovima. Najniži iznos temeljnog kapitala društva za upravljanje u Republici Hrvatskoj iznosi 1.000.000,00 kuna. Također, imovinom UCITS fonda društvo za upravljanje upravlja u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela. Društva za upravljanje investicijskim fondovima, kao financijski posrednici koji djeluju u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela, prikupljaju kapital iz različitih izvora, a najčešće od malih ulagatelja. Nadalje Čulinović-Herc (2013.) napominje da vrijednost imovine fonda ne smije biti ispod 5 milijuna kuna, tijekom tri uzastopna kalendarska mjeseca inače se u protivnom fond mora likvidirati ili pripojiti nekom drugom UCITS fondu. Osnivanje fonda mora odobriti HANFA, a zahtjev za izdavanje odobrenja u ime fonda podnosi HANFA-i društvo za upravljanje.

Pri registraciji i odobrenju kod HANFA-e društvo za upravljanje investicijskog fonda dužno je sastaviti prospekt i KIID fonda. Isto tako, društvo je dužno sastaviti i pravila fonda koja uređuju odnos između ulagatelja i društva za upravljanje. Navedena pravila moraju sadržavati podatke o osnovnim pravima, obvezama i odgovornostima svih uključenih strana, kao i ostale zakonski propisane podatke (HANFA, 2019.). Prospekt investicijskog fonda predstavlja temeljni dokument u kojemu su opisane karakteristike fonda poput naziva fonda, vrste imovine u koju fond ulaže, naknade koje društvo naplaćuje, rizike ulaganja, ograničenja ulaganja, podaci o društvu za upravljanje, podaci o depozitaru, revizoru fonda i drugo. Iz sadržaja prospekta također se može naći u koje vrste imovine, geografska područja ili specifične sektore odnosno industrije pojedini fond ulaže. Nadalje, KIID fonda, odnosno ključni podaci za ulagatelje fonda (KIID<sup>1</sup>), je dokument koji pruža ključne informacije o investicijskim fondovima kako bi se potencijalnom ulagaču pomoglo pri usporedbi različitih investicijskih fondova i procijeni koji fond zadovoljava njihove ulagačke potrebe (Deloitte, 2020.).

Kod definiranja obilježja otvorenih investicijskih fondova mogu se vidjeti i same prednosti investicijskih fondova. Stoga neka od obilježja investicijskih fondova koja ujedno predstavljaju i prednosti istih su slijedeća; likvidnost, diversifikacija ulaganja, profitabilnost i prinos, privatnost podataka o vlasništvu nad udjelima i povjerenje, informiranost i jednostavnost ulaganja. Prva prednost koja se očituje u likvidnosti investicijskih fondova je da postoji mogućnost naplate kupljenih udjela ulagača iz razloga što investicijski fondovi imaju mogućnost brze pretvorbe negotovinskih sredstava. Tako ulagač može u bilo kojem trenutku otkupiti svoj udjel i izaći iz fonda, te najčešće ne postoji ni izlazna provizija odnosno naknada

---

<sup>1</sup> The Key Investor Information Document

izlaska, a društvo za upravljanje u roku od sedam dana od primitka zahtjeva za otkupom mora uplatiti novac na račun ulagača.

Prema Brigham (2004.), prvi element sigurnosti sredstva je ulaganje u veliki broj različitih financijskih instrumenata odnosno vrijednosnih papira u kojem se onda disperzira rizik. Isto tako se diversificira ulaganje u više financijskih instrumenata te samim time je i portfelj investicijskog fonda diversificiran. No, kod investicijskih fondova očituju se i druge karakteristike poput dugoročnih stabilnih prinosa, likvidnosti i relativno niskih troškova poslovanja te se iz tog razloga smatraju jednim od najboljih načina dugoročne štednje. Nadalje, otvoreni investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj se ne smatraju pravnom osobom te ne postoji obveza plaćanja poreza na dobit. Zbog takvog statusa investicijski fondovi imaju mogućnost ostvarivanja većih prinosa od drugih sudionika na tržištu kapitala. Također, zajamčena je i privatnost podataka o vlasništvu nad udjelima, no isto tako ulagač u svakom trenutku može biti informiran o svom udjelu u pojedinom investicijskom fondu (Morić, Galetić, 2006.). Kao nedostatke investicijskih fondova ističu se naknade fonda i nepostojanje garancije za uložena sredstva, međutim nedostaci se ponajviše očituju u njihovom riziku koji proizlazi iz ulaganja u otvorene investicijske fondove. Ti rizici su tržišni rizik, valutni rizik, kreditni rizik, rizik likvidnosti, rizik promjene zakonskih/poreznih propisa i rizik promjena kamatnih stopa, te sistemski rizik. Prema Leko (2012.) rizik u financijskom sustavu definira se kao mogućnost, vjerojatnost ili očekivanje okolnosti koje mogu prouzročiti štetan utjecaj na poslovanje, prihode ili kapital financijske institucije. Upravljanje rizicima je središnji dio strateškog upravljanja financijskom institucijom te je kao proces kontinuiran i podložan stalnom unapređenju (Krišto, 2019.).

Odluku pri odabiru investicijskog fonda čini niz čimbenika poput prinosa, profitabilnosti, primanja, sklonosti prema riziku, ali i dovoljnoj informiranosti pojedinca i pristup informacijama. U tržišnoj ekonomiji razlike u izboru proizvoda među potrošačima mogu odražavati razlike u individualnim ukusima i sklonostima i/ili razlike u informacijama. Iako je ovo konceptualno relativno jednostavno, na mnogim potrošačkim tržištima teško je razlikovati dolazi li do odabira zbog individualnih preferencija i sklonosti ili zbog razlika/nedostatka u informacijama (Lichtenstein, Kaufmann, Bhagat, 1999.). Prema istraživanju (Wang, Keller, Siegrist, 2011.) ispitanici su lakše razumljive proizvode shvatili kao manje rizične, što je i bilo vjerojatno vođeno prema familijarnosti i prepoznatljivosti. To implicira da većina ljudi zapravo ne razumije temeljne rizike financijskih proizvoda, nego ulažu prema osjećaju.

Prema Shanmugham i Ramya (2012.) donošenje odluka o ulaganju pojedinih ulagača može se koncipirati kao složeno ponašanje odlučivanja koje je pod utjecajem racionalnih i iracionalnih čimbenika koji tako pridonose neučinkovitosti tržišta. Neučinkovitost se općenito pripisuje pristranosti ponašanja ulagača. Odrednice ponašanja pojedinih ulagača bile su glavni fokus rastućeg područja financija poznate kao „bihevioralne financije“. Bihevioralne financije usredotočene su na pojedinačne čimbenike, psihološke ili druge, koje oblikuju uobičajenu financijsku i investicijsku praksu (Ritter, 2003.). Društveni utjecaj i interakcije s drugim ljudima izazivaju da se ulagači ponašaju iracionalno. Ulagачi mogu izgubiti značajan dio svojih sredstava zbog društvenih utjecaja i snage vijesti.

Prema Getzner, M., & Grabner-Kräuter, S. (2004.) društveno odgovorno ulaganje (SRI) je oblik ulaganja koji koristi i financijske i društveno-ekološke (etičke) kriterije pri odlučivanju u koju dionicu ili koji investicijski fond treba uložiti. Neke od prednosti koje ulagači ulaganjem u zelene obveznice dobivaju su učinkovitija diverzifikacija ulaganja te prihvatljiviju, profitabilniju inačicu ulaganjima u državne obveznice koje drže u svom portfelju s nešto višim prinosim i rizikom ulaganjem u ovakve instrumente (Tuškan Sjauš, Mihelja Žaja, 2020.). Zelene obveznice institucionalnim investitorima pružaju ulaganje u financijske instrumente s dugoročnijim dospijećima, što je u skladu s dospijećima njihovih obveza te im osiguravaju relativno stabilnije i očekivane prinose za njihovu izloženost riziku. Isto tako, zelene obveznice omogućuju usmjeravanje sredstava u specifičnije projekte koje se smatraju ekološki prihvatljivim (Medic, Andabaka, 2019.). Važnost institucionalnih investitora u ovakvom obliku ulaganja očituje se u tome da konvencionalne banke ne mogu efikasno financirati zelenu tranziciju iz razloga što su energetske i zeleni projekti percipirani rizičnijima te zbog toga nemaju mogućnost i želju za prosuđivanje istih. Isto tako dolazi do problema ročne neusklađenosti, iz razloga što su kod banaka depoziti primarni i srednjoročni izvori banaka, dok su zelena ulaganja dugoročne prirode te ista postaju neisplativa. U konačnici tu je vidljiv veliki potencijal u sferi ne bankovnih institucionalnih investitora čiji su izvori dugoročni i sukladni zelenim ulaganjima (Sachs et al., 2019.).

### 3. INVESTICIJSKI FONDOVI I TRŽIŠTE U REPUBLICI HRVATSKOJ

#### 3.1 Karakteristike investicijskih fondova

Investicijski fondovi kao financijske institucije danas su među najzastupljenijim financijskim posrednicima na svjetskim financijskim tržištima i svake godine bilježe sve veću važnost. Isto tako investicijski fondovi imaju veliku ulogu na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj, ali i u Europi. Sredstva UCITS-a percipiraju se kao sigurna i dobro regulirana ulaganja te stoga popularna i u Europi, Južnoj Americi i Aziji među ulagačima koji radije ne ulažu u jedno javno društvo s ograničenom odgovornošću ili dioničko društvo, već među raznolikim udjelima u portfelj ulaganja raspoređenim unutar Europske unije. Prema Europskoj komisiji, oni čine oko 75% svih kolektivnih ulaganja malih ulagača u Europi. Smatra se da je tržište investicijskih fondova najdinamičnije tržište financijskog sektora u RH i to prvenstveno zbog raznolikosti ulaganja i njihovih karakteristika. Nadalje, mnoge studije potvrđuju vezu između stabilnosti i jakosti sektora financijskih posrednika sa dugoročnim gospodarskim rastom. Prema nekim autorima cilj dobro uređenog tržišta kapitala nije samo zaštita ulagatelja, već i stabilnost financijskih posrednika.

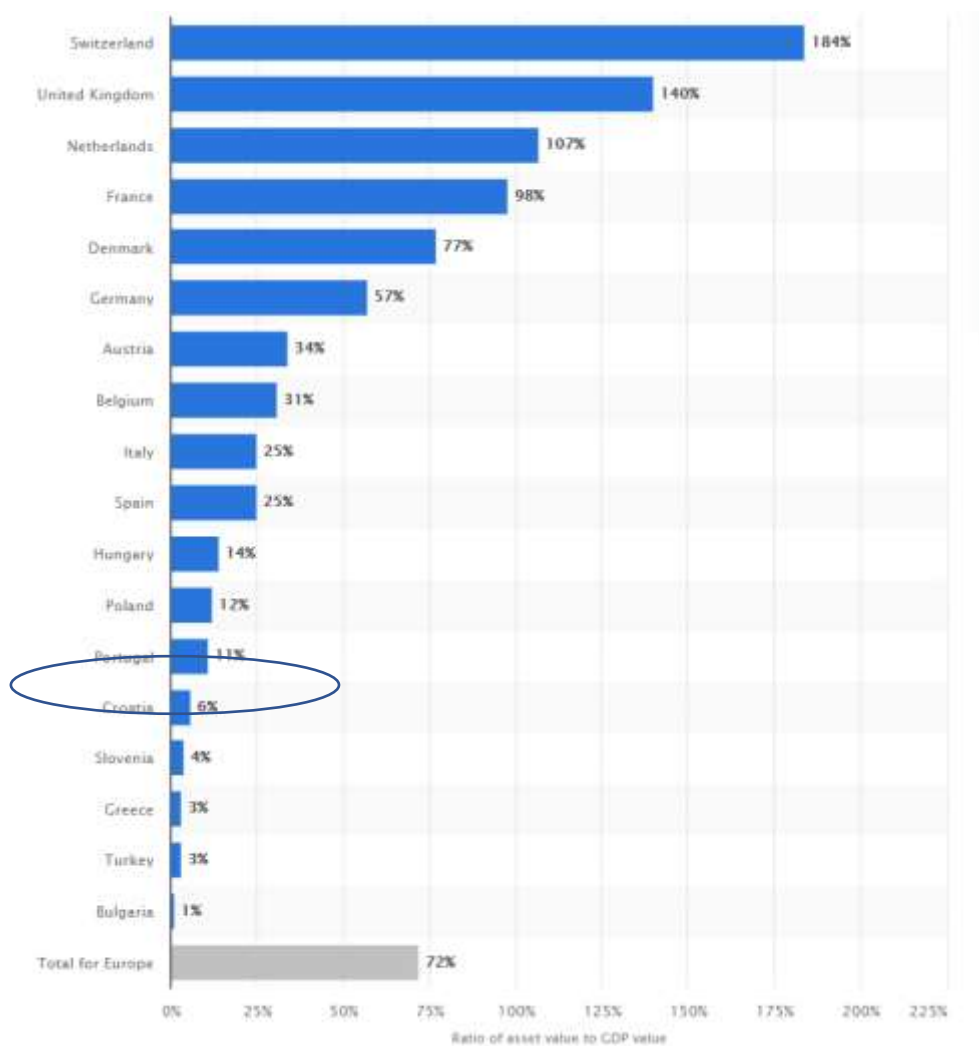
Važnost i rast uloge investicijskih fondova očituje se i kroz povećanje udjela imovine investicijskih fondova u ukupnoj imovini svih financijskih institucija. 1950. godine taj udjel iznosio tek 1,8%, 1970. 4,0%, 1990. već 9,6%, a u 2000. čak 18,2%, dok je na kraju 2010. iznosio 18,4%. Ukupna svjetska imovina uložena u regulirane otvorene fondove s javnom ponudom iznosila je u 2019. godini \$54.9 trilijuna, dok je u Europi iznosila \$18.8 trilijuna (Investment Company Institute, 2020.). Prema Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih institucija u srpnju 2021. u Republici Hrvatskoj bilo je 93 investicijska fonda sa ukupnom neto imovinom u iznosu od 19.6 mlrd. kn.

Slika 1. Broj investicijskih fondova u RH i njihova neto imovina, srpanj 2021.

Vrsta UCITS fonda	Broj UCITS fondova	Neto imovina, mlrd kn
Obveznički	34	14.42
Dionički	22	2.07
Ostali	24	1.60
Mješoviti	8	1.25
Napajajući	5	0.25
<b>Ukupno</b>	<b>93</b>	<b>19.59</b>

Izvor: izrada autora prema HANFA, 2021.

Slika 2. Udio imovine investicijskih fondova u BDP-u države u Europi 2018. godine, po državama



Izvor: Cherowbrier J., Statista (2020.)

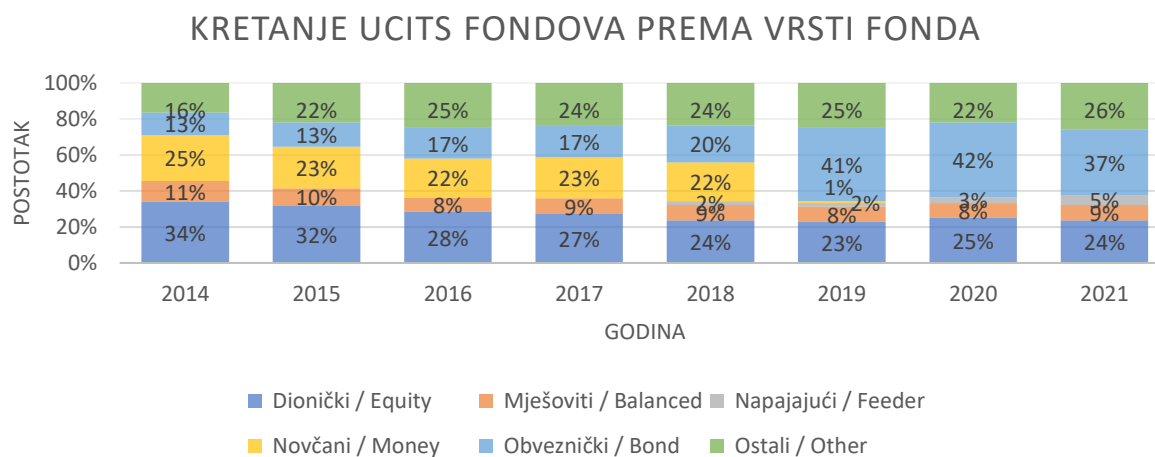
Investicijski fondovi svojim različitim strategijama ulaganja u pravilu pospješuju arbitražne procese i likvidnost financijskih tržišta. Također imaju i ključnu ulogu kao ulagači u gospodarstvo kroz ulaganja u različite vrste državnih, municipalnih i korporativnih obveznica, kratkoročnih vrijednosnih papira kao i dionica. Investicijski fondovi pridonose razvoju cjelokupnog gospodarstvu i financijskog sektora i to kroz različite kanale, a uz to surađuju i u svoj poslovni proces uključuju različite sudionike, pored individualnih ulagača, i to u pravilu financijske institucije. Isto tako, postoje različiti fondovi kao što su fondovi rizičnog i poduzetničkog kapitala (*private equity* i *venture capital* fondovi) koji ulažu u rizičnija ulaganja poput start-upova te time pridonose razvoju inovacija. Ulaganjem u različite vrijednosne papire sudjeluju na raznim tržištima poput tržišta obveznica, tržišta novca, hipotekarnih tržišta, tržišta dionica, tržišta opcija, tržišta swap-ova i futures-a.

Fondovi najnižeg očekivanog prinosa i rizika su novčani fondovi, zatim slijede obveznički fondovi koji predstavljaju konzervativnija ulaganja kratkoročnog i dugoročnog horizonta ulaganja. Mješoviti fondovi imaju strategiju ulaganja između umjerene i agresivne strategije. Dok su fondovi s agresivnijom strategijom ulaganja različite vrste dioničkih fondova, i to od umjerenih koji imaju za cilj rast i prinos dioničkog portfelja, ili kroz prinos od dividende ili rast vrijednosti dionica, do onih više agresivnih kojima je cilj ulaganja u dionice radi isključivog rasta njihove vrijednosti i ostvarivanja iznadprosječnih prinosa.

### 3.2 Tržište investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj

Pri analizi kretanja investicijskih fondova u RH mogu se dobiti podaci o profilu ulagatelja te koliko je kriza izazvana pandemijom utjecala na tržište kako bi se dobila šira slika cjelokupnog tržišta. Za tržište investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj moglo bi se reći da je konzervativno jer struktura ulaganja i vrsta fondova koja prevladavaju najviše ulažu u vrijednosne papire koji nisu toliko rizični poput obveznica, instrumenata tržišta novca i ostale sigurnije oblike financijske imovine. Na domaćem tržištu ulaganje u investicijske fondove smatra se alternativom štednji pa se višak sredstava u dobrim vremenima prelijeva s bankovnih depozita u investicijske fondove u potrazi za višim povratima, poglavito u obvezničke s obzirom na izraženu konzervativnost domaćih malih ulagatelja, dok je u kriznim razdobljima smjer obrnut. Iz tog su razloga upravo obveznički fondovi prvi zabilježili značajan pad neto imovine u ožujku 2020. U početku pandemije došlo je do oštrog i nepredvidivog izrazito negativnog utjecaja na poslovanje svih investicijskih fondova u svijetu pa i u RH, te su tako zbog svojih karakteristika investicijski fondovi bili prvi institucionalni investitori koji su osjetili nadolazeću krizu.

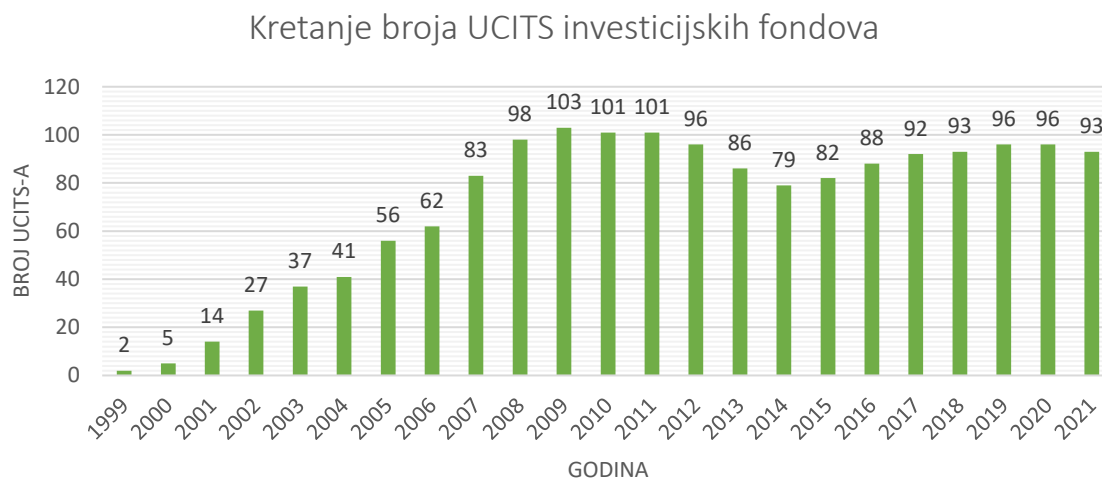
Grafikon 1. Kretanje UCITS investicijskih fondova s javnom ponudom prema vrsti fonda u RH u razdoblju od 2014. do srpnja 2021. godine



Izvor: izrada autora prema službenim publikacijama HANFA-e, rujan 2021.

Kod prikazanog kretanja UCITS fondova s javnom ponudom prema vrsti fonda u razdoblju od 2014. godine do srpnja 2021. godine vidi se kretanje broja vrsta fonda u ukupnom broju investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj. U strukturi UCITS fondova u 2014. godini prevladavali su dionički fondovi u postotnom udjelu od 34% dok su idući najveći bili novčani fondovi. Navedena struktura se u posljednjim godinama značajno promijenila i to se najviše očituje u prevladavanju obvezničkih investicijskih fondova, pretežito od 2019. godine. Tako je krajem 2020. godine zabilježeno 42% obvezničkih fondova, 25% dioničkih fondova, 22% ostalih fondova i ostatak su činili mješoviti i napajajući fondovi. U srpnju 2021. godine postotak obvezničkih fondova nešto se smanjio, ali struktura je ostala podjednaka. Tako se kroz razdoblje od 7 godina vidi značajan rast obvezničkih investicijskih fondova u ukupnoj strukturi fondova.

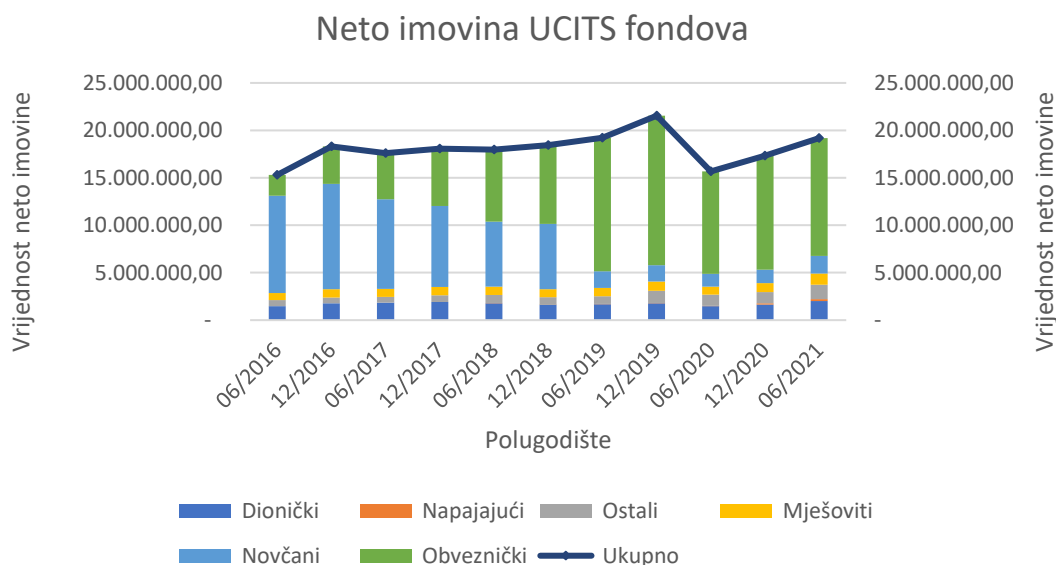
Grafikon 2. Broj UCITS investicijskih fondova s javnom ponudom u RH u razdoblju od 1999. do srpnja 2021. godine



Izvor: izrada autora prema službenim publikacijama HANFA-e, rujan 2021.

Iz prikazanog vidi se da u RH danas djeluju 93 UCITS investicijska fonda. Također se može vidjeti trend rasta investicijskih fondova u prvom desetljeću 21. stoljeća pa sve do financijske krize 2008. godine u SAD-u koja se prelila na cijeli svijet pa tako i u Hrvatsku, no sa kasnijim efektima. U vrijeme financijske krize prati se značajno smanjenje broja investicijskih fondova od oko 20%. Od 2017. prati se stabilizacija broja investicijskih fondova te isti variraju od oko 95 fonda u zadnjih 5 godina.

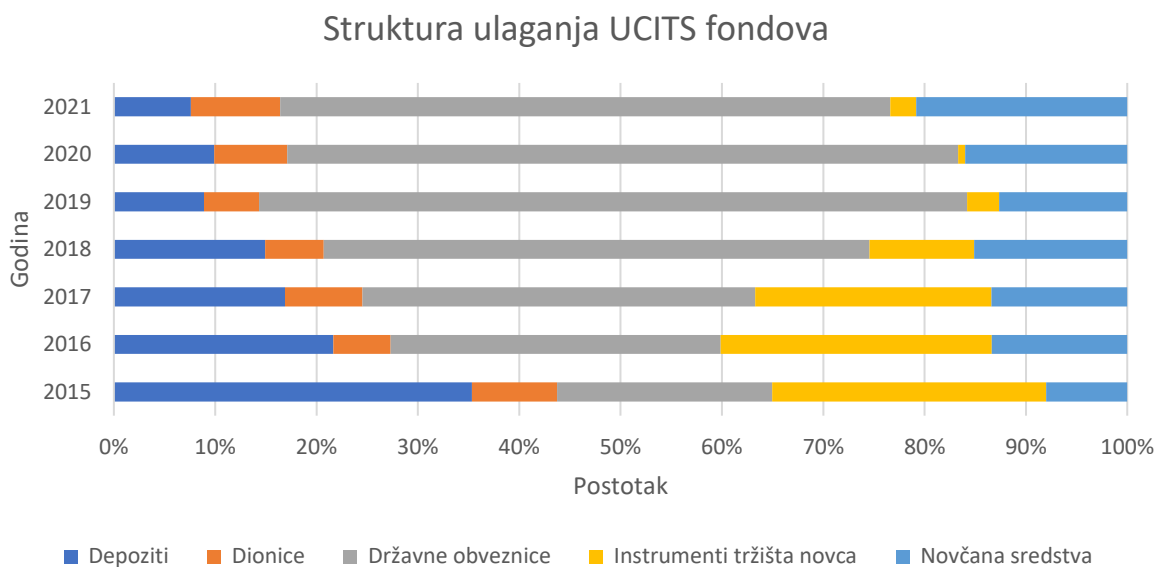
Grafikon 3. Neto imovina UCITS investicijskih fondova s javnom ponudom u RH po polugodištima u razdoblju od lipnja 2016. do lipnja 2021. godine



Izvor: izrada autora prema službenim publikacijama HANFA-e, rujan 2021.

Provedena analiza neto imovine UCITS fondova po vrstama fonda prikazana je u polugodišnjim intervalima. Iz navedenog vidi se da se neto imovina svih UCITS investicijskih fondova kretala oko 18 mlrd. kn do 2019. godine kada je iznos neto imovine prešao 20 mlrd. kn. No, početkom 2020. dolazi do znatnog povlačenja udjela zbog novonastale krize te posljedično do naglog pada neto imovine svih UCITS investicijskih fondova. Uzimajući za primjer neto imovinu UCITS investicijskih fondova, zaključuje se da najveći postotak istih zauzimaju obveznički fondovi s oko 84%, dionički oko 8%, a ostatak (novčani, napajajući i mješoviti) zauzimaju manje od 10% neto imovine. Upravo ovakva struktura fondova koja bi se mogla okarakterizirati kao nerizična, posljedica je nerazvijenog financijskog tržišta na području RH, niske financijske pismenosti te same ne sklonosti rizičnom ulaganju. Isto tako sukladno raznolikoj strukturi imovine i različitim ulaganjima pojedinih fondova, utjecaj krize na poslovanje fondova očekivano nije bio jednak. Kao što se vidi iz prikazanog, vanjski šok ne djeluje jednako na svaki pojedini fond, no mogao bi se izvesti zaključak da su generalno UCITS fondovi zabilježili znatan pad neto imovine.

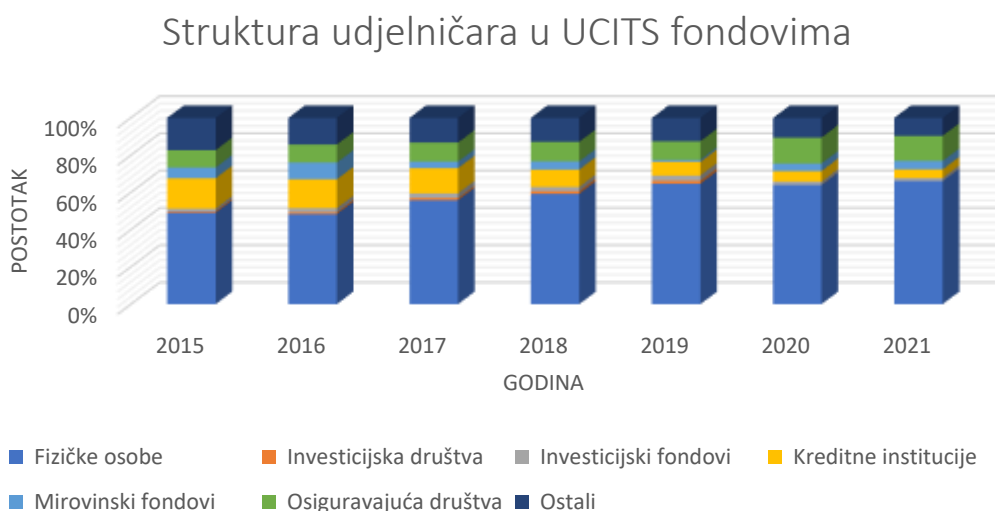
Grafikon 4. Struktura ulaganja UCITS investicijskih fondova s javnom ponudom u RH u razdoblju 2015. do kolovoza 2021. godine



Izvor: izrada autora prema službenim publikacijama HANFA-e, rujan 2021.

Nadalje, uočava se promjena strukture ulaganja UCITS investicijskih fondova tijekom godina. Tako su u 2015. godini u strukturi ulaganja pretežito dominirali depoziti dok su druga najzastupljenija imovina bile obveznice. Depoziti i obveznice po ocjeni rizičnosti pripadaju nisko rizičnim ulaganjima s relativno niskim povratom. Do sredine 2021. godine došlo je od značajne promjene strukture ulaganja iako i dalje u području nisko rizične imovine, stoga u 2021. godini prevladavaju obveznice kao najdominantnija imovina u koju investicijski fondovi ulažu. Ovo ukazuje na to da UCITS fondovi i dalje ostaju kao sigurni ulagači na tržištu koji svoja ulaganja ne usmjeravaju u visoko rizična ulaganja. Upravo zbog nerazvijenog tržišta i malog prometa trgovanja na burzi struktura ulaganja investicijskih fondova u RH drugačija je od strukture ulaganja na razvijenijim tržištima. Atipičnost UCITS fondova u RH proizlazi iz pretežito dominantnog ulaganja u obveznice i nisko rizične vrijednosne papire te se kao takvi mogu okarakterizirati kao konzervativni ulagači, što kod UCITS fondova na razvijenim tržištima nije slučaj zbog ulaganja i u više rizične vrijednosne papire. Pretpostavljalo se da upravo iz razloga prevladavanja konzervativnijeg pristupa ulaganju UCITS fondova, utjecaj krize neće biti toliko izražen kao što je to bio u krizi 2008. no to se pokazalo kao pogrešna pretpostavka jer je početkom krize zabilježen oštar i nagli pad UCITS investicijskih fondova.

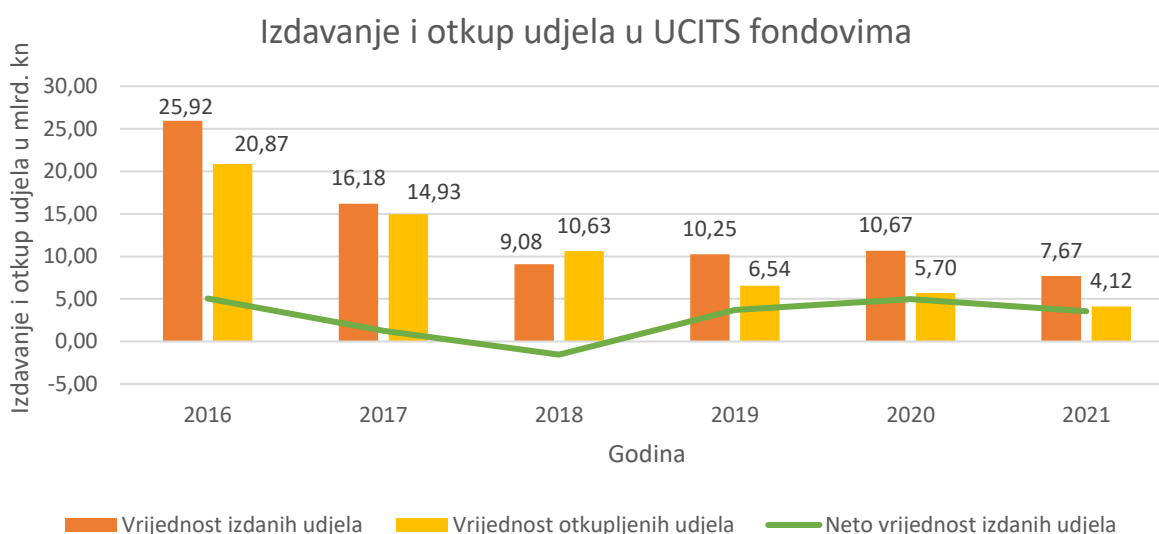
Grafikon 5. Struktura udjelničara u UCITS investicijskim fondova s javnom ponudom u RH u razdoblju 2015. do kolovoza 2021. godine



Izvor: izrada autora prema službenim publikacijama HANFA-e, rujan 2021.

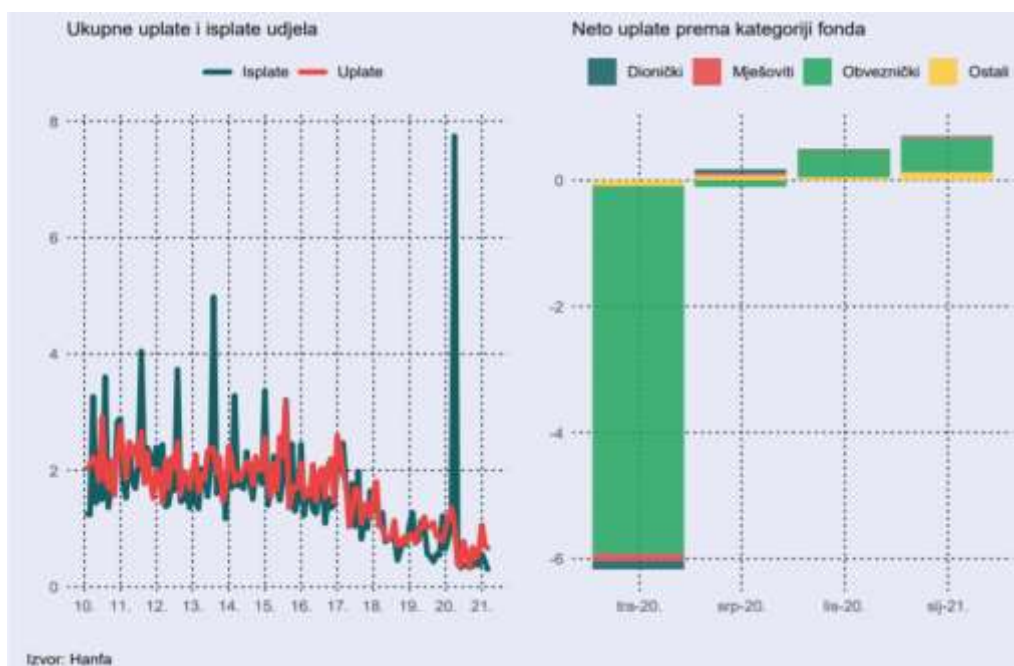
Iz prikazanog može se vidjeti najveći udio malih ulagača odnosno fizičkih osoba od 66% u 2021. godini u neto imovini UCITS fondova. Uspoređujući navedeni podatak s 2015. godinom kada je bilo 49% malih ulagača zaključuje se da se povećao udio fizičkih osoba u strukturi udjelničara u neto imovini UCITS fondova. Također se može vidjeti smanjenje udjela kreditnih institucija, a povećanje udjela osiguravajućih društava.

Grafikon 6. Izdavanje i otkup udjela u UCITS investicijskim fondova s javnom ponudom u RH u razdoblju 2016. do kolovoza 2021. godine u mlrd. kn



Izvor: izrada autora prema službenim publikacijama HANFA-e, rujan 2021.

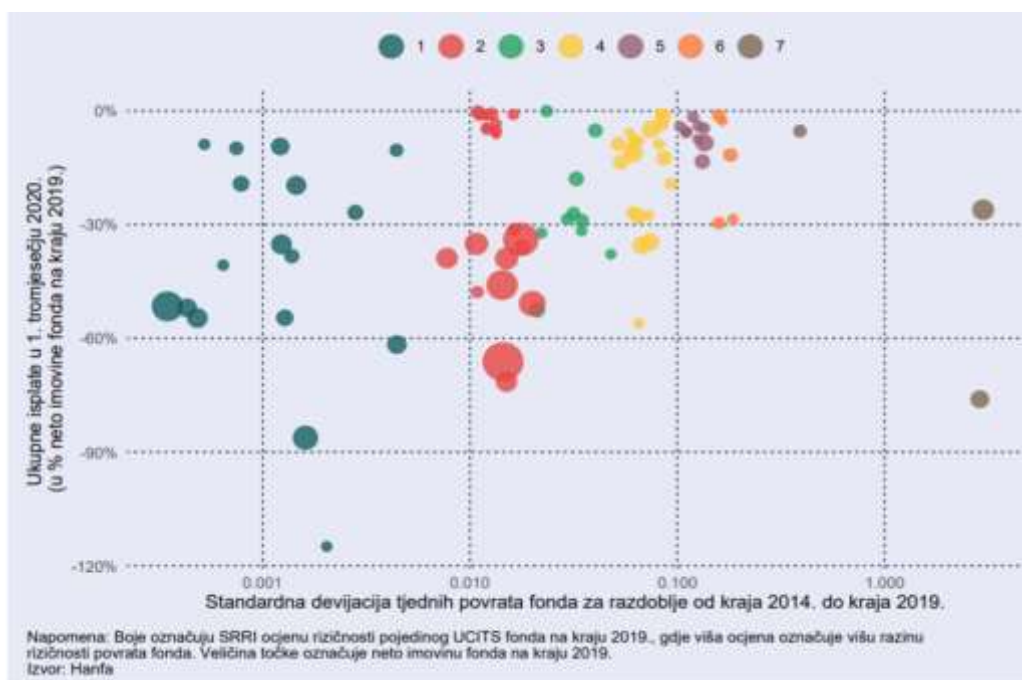
Slika 3. Promet udjelima UCITS fondova, u mlrd. hrk



Izvor: Makroprudencijalni skener rizika, HANFA 2021.

Nadalje, analiziran je promet udjela UCITS fondova i izdavanje i otkup istih u zadnji 5 godina te su također prikazane neto uplate prema kategoriji fonda. Iz navedenog se može zaključiti da se od 2016. u ukupnoj vrijednosti smanjivao broj otkupljenih i izdanih udjela investicijskih fondova te da je prvi puta u 2018. godini zabilježen negativna vrijednost neto udjela, što znači da je bilo više otkupljenih udjela nego izdanih. Nadalje, na prikazanom kretanju prometa udjelima od 2010. godine do 2021. godine se može vidjeti reakcija na vanjski šok uzrokovan pandemijom. Tada je došlo do značajnih isplata UCITS fondova jer su mali ulagači u neizvjesnosti i nesigurnosti od nastanka nove krize i smanjenja njihovih prinosa počeli povlačiti svoje udjele i tako značajno smanjili i neto imovinu UCITS fondova. Na desnom prikazu slike analizirane su neto uplate prema kategoriji fondova te se na navedenom upravo vidi izraziti i nagli šok povlačenja udjela. Zbog same strukture tržišta UCITS fondova u RH i nerazvijenog tržišta o kojemu je već bilo spomena u ovom poglavlju vidi se da su obveznički fondovi zabilježili najizrazitiji pad i povlačenja udjela, dok kod ostalih kategorija fonda to nije došlo do izražaja, te je čak kod pojedinih kategorija došlo do neto pozitivnih uplata i rasta fondova.

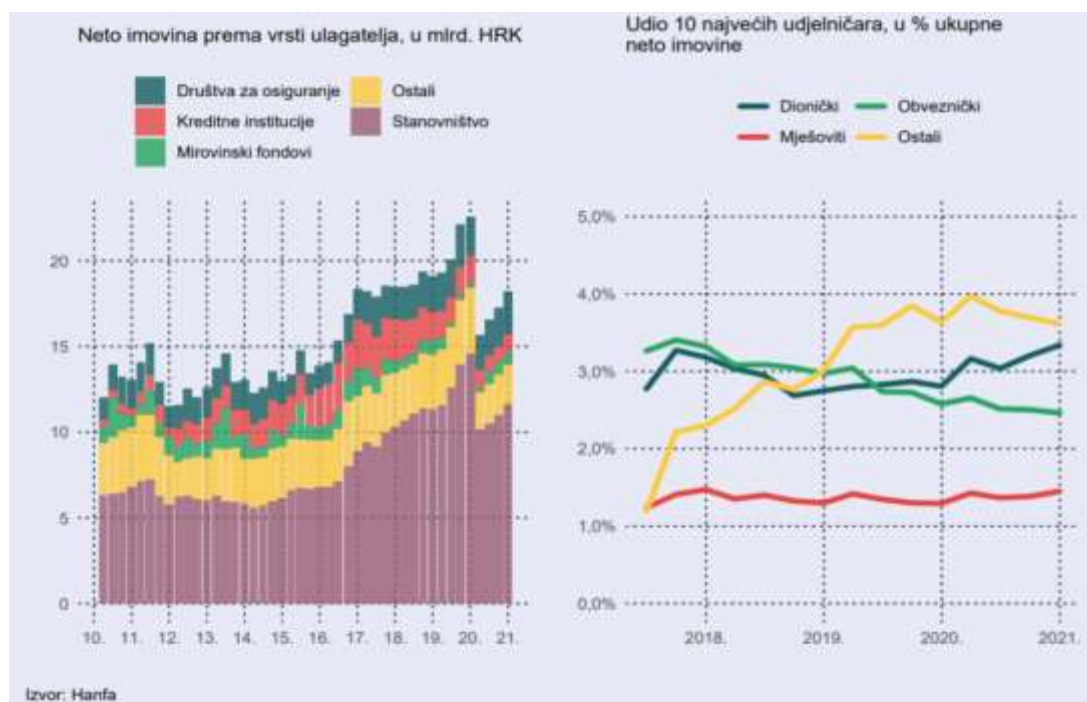
Slika 4. Kumulativne isplate iz UCITS fondova na početku krize u odnosu na profil rizičnosti fonda



Izvor: Makroprudencijalni skener rizika, HANFA 2021.

Kao što je već prethodno analizirano tako je i na sljedećoj slici grafički prikazano kako su najveći izlasci iz UCITS fondova zabilježeni u najkonzervativnijim fondovima, odnosno novčanim i obvezničkim investicijskim fondovima. No, kako bi se bolje razumio navedeni graf u nastavku je definiran pokazatelj SRRI. SRRI (*Syntehtic risk and reward indicator*) uobičajeno se koristi kako bi se označila prava razina rizika UCITS fonda. SRRI je numerička ljestvica između 1 i 7; pri čemu 1 predstavlja niski rizik i prinos, a 7 visoki rizik, ali s potencijalom za veću razinu povrata. Osmišljen je kako bi pružio dosljedan izračun i prikaz informacija o riziku za sredstva UCITS -a, omogućujući ulagačima da uspoređuju proizvode koristeći lako razumljiv format. U navedenom grafičkom prikazu oni fondovi koji su imali najmanji profil rizičnosti te se smatrali kao fondovi s najmanjom stopom rizika odnosno prema SRRI ljestvici to bi bili fondovi s oznakom 1 i 2, zabilježili su najveći odljev i time prouzročili šok likvidnosti na tržištu.

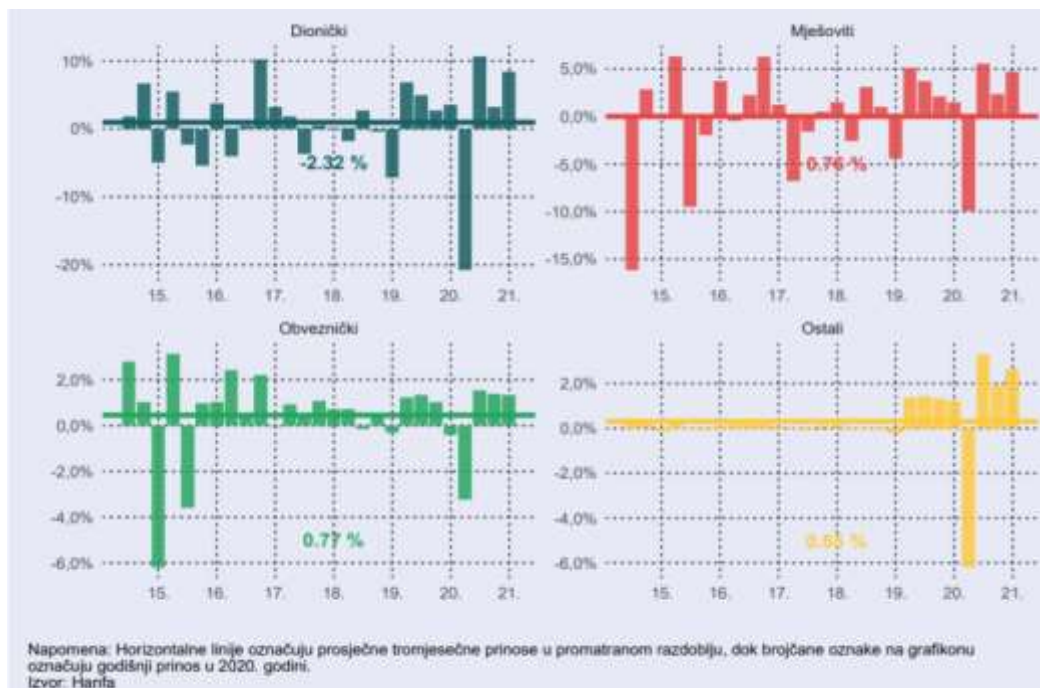
Slika 5. Istovremena reakcija velikog broja malih ulagača prouzročila šok likvidnosti u ožujku 2020.



Izvor: Makroprudencijalni skener rizika, HANFA 2021.

Na idućoj slici prikazana je neto imovina prema vrsti ulagatelja te je opisano kako je istovremena reakcija velikog broja malih ulagača prouzročila šok likvidnosti početkom ožujka 2020. Neizvjesnost i nesigurnost razvijanja situacije koja je vladala početkom 2020. te se brzo i proširila tržištem uzrokujući oscilacije na burzama, pada vrijednosti dionica također je pridonijela padu prinosa otvorenih investicijskih fondova. Prema priopćenju HANFA-e fondovi koji su zabilježili najveći pad neto vrijednosti imovine bili su svi obveznički fondovi koji nisu bili kategorizirani kao kratkoročni. Nagla negativna reakcija stanovništva kao malih ulagača tako je iznenada prouzročila šok likvidnosti kada je imovina svih UCITS fondova pala sa 22 mlrd. kn na oko 16. mlrd. kn.

Slika 6. Zabilježen uravnotežen oporavak prinosa UCTIS fondova nakon korekcije u ožujku 2020.,  
Prinosi UCITS fondova, u %



Izvor: Makroprudencijalni skener rizika, HANFA 2021.

Nakon smanjenja cijena udjela i korekcije tržišta zbog pandemije u 2020. godini došlo je do uravnoteženog oporavka prinosa svih UCITS fondova. Profitabilnost investicijskih fondova u trenutnim okolnostima i dalje nije značajnije ugrožena zbog nižih smanjenih prinosa. U 2019. godini društva za upravljanje investicijskim fondovima su zbog većih prihoda od naknada za upravljanje ostvarila porast dobiti prije poreza što je uz zabilježeno smanjenje imovine i kapitala dodatno poboljšalo pokazatelje profitabilnosti. Pri analizi oporavka prema određenim kategorijama fonda najbržu stopu oporavka bilježe dionički fondovi zbog svoje strukture ulaganja u više rizičnu imovinu te tako brže bilježe povrate na svoje ulaganje. U navedenom prikazu najlošiju stopu oporavka bilježe obveznički fondovi i to pri postotnom iznosu manjim od 2%.

## **4. ISTRAŽIVANJE PERCEPCIJE ULAGAČA PRI IZBORU ULAGANJA U OTVORENE INVESTICIJSKE FONDOVE S JAVNOM PONUDOM**

### **4.1 Metodologija istraživanja**

U radu je primarno korišten deduktivni pristup istraživanju iz razloga što se želi ispitati percepcija potrošača ulaganja u investicijske fondove te što utječe na formiranje potrošačke odluke. Ovaj pristup će se koristiti i pri izvođenju zaključaka od općih sudova prema pojedinačnim ili prema drugim općim sudovima. No također, koristi se i induktivni pristup koji se temelji na analizi činjenica te se u konačnici dolazi do zaključka o općem sudu. Osim iz primarnih podataka, kvantitativni podaci dobiveni su iz sekundarnih podataka koji su uzeti iz relevantnih istraživanja s područja ove tematike. Sekundarni podaci prikupljeni su iz različitih izvora podataka kao što stranice HANFA-e, Eurostat-a, HNB-a, Europska komisije (EC) i dr. Analiza podataka temeljila se obradi podataka putem Excel programa i drugih alata. U okviru analize podataka izvršeno je istraživanje i analiziranje podataka s opisnom (deskriptivnom) statistikom i grafičkom analizom te uz pomoć metode analize i sinteze.

Kao metodu kvantitativnog istraživanja odnosno instrument empirijskog istraživanja korišten je anketni upitnik koji je strukturiran u tri dijela. Prvi dio istraživanja fokusiran je na općenite stavove o ponašanjima potrošača i njihovih štednih navika. U drugom dijelu detaljno su razrađeni stavovi potrošača o donošenju odluke odabira financijskog proizvoda. Treći i posljednji dio fokusiran je na stavove potrošača o suvremenim oblicima ulaganja i utjecaj na okoliš i dugoročnu održivost. Anketno istraživanje provelo se kroz razdoblje od dva tjedna. Navedeno istraživanje provedeno je pomoću anonimne online ankete putem Google obrasca te se sastoji od ukupno 35 pitanja. Pitanja su strukturirana s mogućnošću višestrukog odgovora, zatvorenih pitanjima, pitanja potvrdnog odgovora te pitanjima o uzorku ispitanika s obzirom na dob, stupanj obrazovanja. U provedenom anketnom istraživanju, koristeći metodu slučajnog odabira, sudjelovalo je 201 ispitanik.

#### **4.2 Sumirani rezultati istraživanja stavova ispitanika pri izboru ulaganja u investicijske fondove**

U prikazanoj kvantitativnoj analizi provedenom pomoću anketnog upitnika dolazi se do zaključka da određeni faktori utječu na percepciju potrošača i na njihov afinitet pri ulaganju u investicijske fondove. U uzorku su bili obuhvaćeni ispitanici životne dobi od 18 do 65 godina te stupnjem obrazovanja u rasponu od srednjoškolskog obrazovanja do poslijediplomskog odnosno doktorskog studija što daje dovoljno diversificiran uzorak iz kojeg se mogu dovesti valjani zaključci.

Pri analizi štednih navika ispitanika zaključuje se da još uvijek nedovoljan broj ispitanika (njih 27%) ne štedi u nijednom obliku štednje. Pri analizi štednih navika ispitanika pokazalo se da su ispitanici voljni izdvojiti iznos u skladu s njihovim mogućnostima u neki oblik štednje, te da ako bi ulagali u investicijske fondove da bi bili spremni izdvojiti za ovakvo ulaganje onoliki iznos koliko im je u skladu s štednim navikama. Pokazalo se da čak 40% ispitanika, od onih ispitanika koji štedi, ne investira svoja sredstva nego ih drže u nekom obliku gotovih novčanih sredstava, što znači da postoji veliki raspon malih ulagača kojima se može predstaviti institucionalni oblik štednje. Nadalje, iz prvog dijela istraživanja može se zaključiti da su ispitanici konzervativni te da višak svojih novčanih sredstava drže u nisko rizičnim financijskih instrumentima. No, također postavlja se pitanja iz kojeg razloga ispitanici imaju averziju prema ovakvom ulaganju. Nadalje, trećina ispitanika nije bilo sigurno bili bi ulagali u ovakav oblik imovine, te velika većina ispitanika, 68%, je reklo da nikada prije nije ulagalo u investicijske fondove i da bi im najveći motiv ulaganja bio zarada odnosno profit. Nadalje pokazalo se ispitanici nisu upoznati s ovakvim oblikom ulaganja, uz to i sami smatraju da nisu dovoljno informirani, te da ispitanici nisu upoznati ni sa razlikom između otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova i investicijskih fondova. Pri upitu o poznavanju i praćenju samog tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj i svijetu, najveći postotak ispitanika se izjasnio da ne zna gdje bi pratio kretanja tržišta kapitala.

U drugom dijelu istraživanja htjeli su se ispitati stavovi potrošača pri donošenju odluke odabira financijskog proizvoda. Tako bi se najveći dio ispitanika odlučio za određeni financijski proizvod na temelju provjerene informacije i savjeta stručnjaka, no postoji značaj postotak ispitanika koji smatra da bi svoju odluku temeljio na stavovima ili preporukama bližnjih i to jer smatraju da je navedeno jednostavnije od donošenja vlastitih odluka ili pak zbog povjerenja u njih. Ispitanike bi na ulaganje najviše potakla kombinacija zarade, prinosa fonda, i štednje.

Pri određivanju faktora koji utječu na odluku o ulaganju u neki investicijski fond, došlo se do rezultata da postoji više faktora koji ulagači razmatraju. Nadalje, ispitanici su se izjasnili da bi najviše razmatrali rizičnost fonda i samog ulaganja, zatim prinos fonda, preporuku stručnjaka i portfelj ulaganja fonda. Pri upitu o tome što bi ih najviše spriječilo od ulaganja te koji su to faktori koji bi utjecali na njihovu odluku najviše ispitanika se izjasnilo da bi to bila rizičnost fonda, nesigurnost ulaganja, ali i neznanje o investicijskim fondovima. U rezultatima istraživanja vidi se da više od 60% ispitanika smatra da bi portfelj ulaganja, rizičnost ulaganja, naknade i sigurnost ulaganja bili faktori koji imaju značajnu ulogu pri odabiru ulaganja. Isto tako više od 60% ispitanika smatra da ih administracija, nedostatak znanja i informacija sprječava pri odabiru ovakvog oblika ulaganja.

Zatim, pokazalo se da većina ispitanika u Hrvatskoj nije spremna preuzeti rizik i ima određenu averziju prema riziku. Navedeno se očituje i u atipičnosti tržišta i strukturi ulaganja investicijskih fondova u RH gdje prevladavaju pretežito fondovi s manjom rizičnom strukturom ulaganja kao što su obveznički i novčani fondovi. Isto se odražava i u pitanju u slučaju nastanka neočekivanog događaja ili neizvjesne situacije; više od 50% ispitanika bi u tom slučaju povuklo svoje udjele, a samo 7% ne bi povuklo. Međutim, treba se uzeti u obzir ponašanje potrošača u neizvjesnim situacijama i mijenjanje njihovog ponašanja s nastankom krize. Potrošači postaju oprezniji, počinju se ponašati racionalno i u skladu sa svojim financijskih mogućnostima.

U trećem dijelu istraživanja ispitanici su se izjasnili o suvremenim trendovima ulaganja. Pokazalo se da ispitanici smatraju da su investicijski fondovi važni za razvoj gospodarstva i da smatraju da su dugoročno održivi kao oblik ulaganja. Također, 74% ispitanika bi odabralo fond za koji misle da pozitivno utječe na okoliš i društvo. Nadalje, smatraju da su novi oblici ulaganja ključni za razvoj društva i održivost, iz čega se zaključuje da potrošači vide važnost uključivanja pitanja osviještenosti i održivosti u suvremene oblike financijskih proizvoda i općenito nove oblike ulaganja.

Iz provedenog istraživanja može se izvući nekoliko zaključaka, a prvo je samo nepoznavanje financijskih proizvoda i instrumenata velikog broja potrošača u Republici Hrvatskoj. Zaključuje se da postoji veliki potencijal ulaganja u investicijske fondove i da postoji mnogo malih ulagača koji su zainteresirani za ulaganje, no sprječava ih neznanje o istim i/ili administracija i proces odabira i ulaganja. Ispostavilo se da postoji određeni postotak potrošača koji svoja sredstva ne želi uložiti u rizičnije oblike ulaganja, iako se navedeno može povezati

sa starosnom dobi ispitanika i averziji prema riziku. Nadalje, može se zaključiti da postoji interes potrošača za ulaganjem viška svojih novčanih sredstava u alternativne oblike ulaganja, međutim zbog nedostatka financijske pismenosti potrošača, potrošači ne znaju što trebaju gledati, kome bi se obratili i kako bi krenuli ulagati u navedene. Zaključuje se da je radi razvijanja gospodarstva, očuvanja stabilnosti financijskog sustava, održivosti mirovinskih sustava i ekološke osviještenosti potrebno sustavno provesti edukaciju potrošača i upoznati ih sa načinom upravljanjem novcem i važnosti štednje za mirovinu i budućnost.

### **4.3 Ograničenja istraživanja**

Prilikom provedbe istraživanja i analize anketnog upitnika postoje određena ograničenja koja se trebaju navesti. Važno je uzeti u obzir uzorak ispitanika te treba biti oprezan oko donošenja zaključka s obzirom na temu rada. Istraživanje je provedeno online te se mora uzeti u obzir na koji način se birao uzorak, a to je na osnovi dostupnosti ispitanika. U ovom istraživanju u uzorku je sudjelovalo većinom visokoobrazovano stanovništvo s određenim općim znanjem te se postavlja pitanje koliko bi se rezultati razlikovali da se uzorak proveo standardnim putem na širem skupu ispitanika. Međutim, istraživanje svakako može poslužiti za daljnja istraživanja koja mogu donijeti još preciznije i točnije rezultate. Potrebno je uzeti u obzir i pristranost ispitanika, s ciljem da je moguće da daju bolje odgovore od stvarnog stanja kada štede ili ulažu u određene financijske instrumente, iako zbog anonimnosti ankete vjerojatnost pogrešnog odgovora je svedena na minimum. Uz to, potrebno je uzeti u obzir i činjenicu da individualni ulagači odnosno mali ulagači u Hrvatskoj još uvijek nisu u potpunosti upoznati s investicijskih fondovima, načinom ulaganjima i svim uvjetima korištenja navedenih financijskih instrumenata.

## 5. ZAKLJUČAK

U ovom radu analizira se percepcija potrošača o ulaganju u investicijske fondove i njihov afinitet pri ulaganju u navedeni financijski proizvod. Cilj rada je bio staviti u fokus institucionaliziranu štednju kroz investicijske fondove iz perspektive ulagača i odrediti koji čimbenici i faktori utječu na njihovo ponašanje pri formiranju njihove odluke. Navedeno se provelo kroz jednokratno istraživanje putem anketnog upitnika. Osim određivanja faktora i definiranja koji to faktori utječu na potrošačevu odluku, ispitala se i percepcija ulagača o novim oblicima ulaganja poput zelenih ulaganja te njihov utjecaj na razvoj navedenih oblika sa ciljem održivosti i ekološke osviještenosti.

Važnost i uloga investicijskih fondova u zadnje vrijeme sve je izraženija, a navedeno se najbolje reflektira kroz povećanje udjela imovine samih fondova u ukupnoj imovni svih financijskih institucija. Zaključuje se da se tržište investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj može okarakterizirati kao atipično te se razlikuje od tržišta investicijskih fondova razvijenih gospodarstva. Navedeno se očituje u strukturi ulaganja fondova koja se većinski bazira na konzervativnom ulaganju u obveznice i nerizične vrijednosne papire. Zbog većinskog ulaganja u obveznice, investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj su od velike važnosti za gospodarstvo te svojim ulaganjem pokrivaju oko 40% javnog duga RH. Održavanjem stabilnosti investicijskih fondova i cijelog tržišta kapitala održava se stabilnost financijskog sustava te se tako u slučaju nastanka neizvjesne situacije odnosno nepredvidivog događaja može spriječiti panika i nepovjerenje malih ulagača pa samim time i volatilnost tržišta.

Prema dobivenim rezultatima istraživanja zaključuje se da postoji veliki potencijal ulaganja u investicijske fondove te da je mnogo malih ulagača zainteresirano za ulaganje, no sprječava ih neznanje o istim i/ili administracija i proces odabira i donošenja odluke. Dolazi se do nekoliko zaključaka, a prvi zaključak koji se postavlja je nepoznavanje financijskih proizvoda i instrumenata velikog broja potrošača u RH. Nadalje, može se zaključiti da postoji interes potrošača za ulaganjem viška svojih novčanih sredstava u alternativne oblike ulaganja, međutim zbog nedostatka financijske pismenosti potrošača, potrošači ne znaju gdje bi se educirali i gdje bi dobili sve potrebne informacije kako bi uložili svoja sredstva ispravno. Zaključuje se da je radi razvijanja gospodarstva, očuvanja stabilnosti financijskog sustava, održivosti mirovinskih sustava i ekološke osviještenosti potrebno sustavno provesti edukaciju potrošača i upoznati ih sa načinom upravljanjem novcem i važnosti štednje za mirovinu i budućnost.

## LITERATURA

Brigham, E. F. (2004) *Fundamentals of financial management*. Mason: South-Western.

Cherowbrier J., (2020) Statista [Mrežno] Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/368648/europeinvestment-funds-assets-to-gdp-ratio-by-country/> [Pristupano 27. srpnja 2021.]

Čulinović-Herc, E. (2013) UCITS fondovi i položaj ulagatelja. Pravno uređenje UCITS fondova na tržištu kapitala.

Davis, E. P., & Steil, B. (2001) *Institutional investments*. with I Domowitz), forthcoming, MIT Press, Cambridge, Mass.

Deloitte (2020) [Mrežno] Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/kiid/articles/key-investor-information-document-kiid.html> [Pristupano 01. kolovoza 2021.]

Getzner, M., & Grabner-Kräuter, S. (2004) Consumer preferences and marketing strategies for “green shares.” *International Journal of Bank Marketing*, 22(4), 260–278.

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2021) Mjesečne publikacije. [Mrežno] Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/publikacije/mjesečna-izvjesca/> [Pristupano 10. rujna 2021.]

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2019), Edukativne brošure. [Mrežno] Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/getfile.ashx/?fileId=42495> [Pristupano 25. rujna 2021.]

ICI (2015) *A Guide to Understanding Mutual Funds*. [Mrežno] Dostupno na: [http://vcee.org/wp-content/uploads/2015/05/Understanding\\_mfs.pdf](http://vcee.org/wp-content/uploads/2015/05/Understanding_mfs.pdf) [Pristupano 04. kolovoza 2021.]

Investment Company Institute (2020) *Investment company factbook*. [Mrežno] Dostupno na: [https://www.ici.org/pdf/2020\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2020_factbook.pdf) [Pristupano 05. rujna 2021.]

Krišto J. (2019) *Upravljanje institucionalnim investitorima; Investicijski fondovi*, Zagreb; Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu

Leko, V. (2012) *Financijske institucije i tržišta*, *Sveučilišna tiskara*, Ekonomski fakultet, Zagreb.

Lichtenstein, D. R., Kaufmann, P. J., & Bhagat, S. (1999) Why Consumers Choose Managed Mutual Funds Over Index Funds: Hypotheses from Consumer Behavior. *Journal of Consumer Affairs*, 33(1), 187–187.

Makroprudencijalni skener rizika, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), Rujan 2021. [Mrežno] Dostupno na: <https://hanfa.hr/publikacije/makroprudencijalni-skener-rizika/> [Pristupano 27. rujna 2021.]

- Medić, M., & Andabaka, A. (2019) Green Bonds, *Ekonomija razdvajanja*, Zagreb.
- Morić Milovanović, B., & Galetić, F. (2006) Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj. *Financijska teorija i praksa*.
- Ritter, J. R. (2003) Behavioral finance. *Pacific-Basin finance journal*, 11(4), 429-437.
- Sachs et al. (2019) Importance of Green Finance for Achieving Sustainable Development and Energy Security. *Handbook of Green Finance*. Springer
- Samodol A. (1995) Investicijski fondovi, Zagreb; *Infoinvest*.
- Shanmugham, R., & Ramya, K. (2012) Impact of social factors on individual investors' trading behaviour. *Procedia Economics and Finance*, 2, 237-246.
- Tuškan, B. & Mihelja Žaja, M., 2020. Izdavanje i ulagački potencijali zelenih obveznica [Mrežno] Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/1059158> [Pristupano 30. rujna 2021.]
- Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (2021), NN 44/16, 126/19 [Mrežno] Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/564/Zakon-o-otvorenim-investicijskim-fondovima-s-javnom-ponudom> [Pristupano 31. kolovoza 2021.]
- Wang, M., Keller, C., & Siegrist, M. (2011) The Less You Know, the More You Are Afraid of—A Survey on Risk Perceptions of Investment Products. *Journal of Behavioral Finance*, 12(1), 9–19.