

# Sustav upravljanja rizikom na primjeru neusklađenosti i promjene očekivanih prinosa novčanih fondova

---

Lukić, Ivana

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:911685>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-23**



Repository / Repozitorij:

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE**

**ZAGREB**

**IVANA LUKIĆ**

**SUSTAV UPRAVLJANJA RIZIKOM NA PRIMJERU NEUSKLAĐENOSTI  
I PROMJENE OČEKIVANIH PRINOSA NOVČANIH FONDOVA**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI RAD**

**Zagreb, listopad 2020. godina**

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE**

**ZAGREB**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI RAD**

**Specijalističkog diplomskog stručnog studija menadžmenta bankarstva i  
financija**

**SUSTAV UPRAVLJANJA RIZIKOM NA PRIMJERU NEUSKLAĐENOSTI  
I PROMJENE OČEKIVANIH PRINOSA NOVČANIH FONDOVA**

**SYSTEM OF RISK MANAGEMENT ON THE EXAMPLE OF NON-  
COMPLIANCE AND CHANGES IN EXPECTED YIELDS MONEY  
MARKET FUNDS**

**KANDIDAT: Ivana Lukić**

**MENTOR: doc. dr. sc. Ante Samodol**

**Zagreb, listopad 2020. godina**

**Naslov diplomskog rada:** Sustav upravljanja rizikom na primjeru neusklađenosti i promjene očekivanih prinosa novčanih fondova

**SAŽETAK:**

Radom se nastoji istražiti sustav upravljanja rizikom, na primjeru neusklađenosti i promjene očekivanih prinosa novčanih fondova, u društvima koja upravljaju otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (UCITS fondovi). Rizik neusklađenosti je jedan od važnijih rizika poslovanja društava za upravljanje. Novčani fondovi su najzastupljeniji investicijski fondovi u RH. U srpnju 2018. godine stupila je na snagu „Uredba o novčanim fondovima“. Uredbom su propisana nova i stroža pravila za poslovanje novčanih fondova na razini cijele Europske unije. U skladu s tim, ovaj rad govori o načinu uspostave adekvatnog sustava za upravljanje rizikom neusklađenosti i negativnom utjecaju kamatnog rizika na prinos i neto imovinu novčanih fondova.

**Ključne riječi:** upravljanje rizikom, sustav upravljanja rizikom, investicijski fondovi, otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom (UCITS), novčani investicijski fondovi, promjene očekivanih prinosa novčanih fondova, funkcija praćenja usklađenosti, rizik usklađenosti, procjena rizika neusklađenosti, upravljanje rizikom usklađenosti.

**Title:** System of risk management on the example of non-compliance and changes in expected yields money market funds

**SUMMARY:**

This paper attempts to explore the system of risk management on the example of non-compliance and changes in expected yields money market funds. Non-compliance risk is one of the most important risks in management companies. The most represented investment funds in the Republic of Croatia are money market funds. The EU Money Market Funds Regulation came into force on July 2018. The MMF Regulation introduces stricter and new requirements for MMFs in the European Union (EU).

In accordance with the above, this paper discusses how to establish an adequate framework for compliance risk management and the negative impact of interest rate risk on yield and net assets of MMFs.

**Key words:** risk management, system of risk management, mutual funds, open-end investment funds with a public offering (UCITS – Undertakings for the collective investment in transferable securities), money market funds, changes in expected yields money market funds, compliance function, compliance risk, compliance risk assessment, compliance risk management.

# SADRŽAJ

<b>1. UVOD</b> .....	<b>3</b>
1.1. PREDMET I CILJ RADA .....	4
1.2. ISTRAŽIVAČKA PITANJA .....	4
1.3. METODE ISTRAŽIVANJA .....	4
1.4. SADRŽAJ RADA.....	5
<b>2. INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ</b> .....	<b>6</b>
2.1. ULOGA I RAZVOJ INVESTICIJSKIH FONDOVA .....	6
2.2. OBILJEŽJA NOVČANIH FONDOVA .....	9
2.3. DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIM FONDOVIMA .....	12
2.4. REGULATORNI OKVIR NA TRŽIŠTU INVESTICIJSKIH FONDOVA .....	13
2.4.1. <i>Razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova u Europi</i> .....	13
2.4.2. <i>Razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj</i> .....	15
<b>3. RIZIK NEUSKLAĐENOSTI U DRUŠTVIMA ZA UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIM FONDOVIMA</b> .....	<b>18</b>
3.1. POJAM RIZIKA I ODREDNICE RIZIKA NEUSKLAĐENOSTI .....	18
3.2. PRISTUP UTEMELJEN NA RIZIKU .....	19
3.3. ODGOVORNOST ZA USKLAĐENOST I USPOSTAVA FUNKCIJE PRAĆENJA USKLAĐENOSTI U DRUŠTVU ZA UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIM FONDOVIMA .....	20
3.4. KULTURA USKLAĐENOSTI .....	22
3.5. ELEMENTI SUSTAVA UPRAVLJANJA RIZIKOM NEUSKLAĐENOSTI .....	23
3.5.1. <i>Organizacijski zahtjevi</i> .....	24
3.5.2. <i>Identifikacija rizika, mjerenje i procjena rizika</i> .....	25
3.5.3. <i>Nadziranje, provjeravanje</i> .....	28
3.5.4. <i>Izveštavanje</i> .....	29
3.5.5. <i>Savjetovanje i edukacija</i> .....	29
<b>4. PRIMJER USKLAĐENOSTI DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE S NOVOM UREDBOM O NOVČANIM FONDOVIMA</b> <b>31</b>	
4.5. SVRHA I RAZLOG DONOŠENJA UREDBE .....	31
4.6. NOVE KARAKTERISTIKE NOVČANIH FONDOVA .....	33
4.7. VRSTE NOVČANIH FONDOVA.....	35
4.8. PRIHVATLIVA IMOVINA I RIZICI NOVČANIH FONDOVA .....	37
4.9. OBVEZE DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE I NAČIN USKLADE DRUŠTAVA U RH.....	39
4.10. UPRAVLJANJE RIZIKOM NEUSKLAĐENOSTI .....	40
<b>5. ZNAČAJNOST EFIKASNOG SUSTAVA UPRAVLJANJA RIZIKOM NEUSKLAĐENOSTI I UTJECAJ OČEKIVANIH PRINOSA NA KRETANJE NETO IMOVINE NOVČANIH FONDOVA</b> .....	<b>43</b>
5.5. UTJECAJ KAMATA NA KRETANJE NETO IMOVINE NOVČANIH FONDOVA .....	43

5.5.4.	<i>Niske kamatne stope</i> .....	46
5.6.	UTJECAJ OČEKIVANIH PRINOSA INVESTITORA NA DINAMIKU KRETANJA NETO IMOVINE NOVČANIH FONDOVA .....	50
5.7.	PREDNOSTI EFIKASNOG SUSTAVA UPRAVLJANJA RIZIKOM NEUSKLAĐENOSTI .....	57
5.8.	POSLEDICE NEEFIKASNOG SUSTAVA UPRAVLJANJA RIZIKOM NEUSKLAĐENOSTI .....	58
<b>6.</b>	<b>ZAKLJUČAK</b> .....	<b>61</b>
	<b>LITERATURA</b> .....	<b>64</b>
	<b>POPIS TABLICA</b> .....	<b>67</b>
	<b>POPIS SLIKA</b> .....	<b>68</b>
	<b>POPIS JEDNADŽBI</b> .....	<b>69</b>

## 1. UVOD

Društva za upravljanje investicijskim fondovima, neki su od značajnijih financijskih posrednika na financijskom tržištu. Društva za upravljanje izložena su raznim vrstama rizika, jedan od zastupljenijih u posljednjih par godina svakako je rizik neusklađenosti, odnosno rizik od kršenja zakonskih propisa, pravila etičnog ponašanja i pozitivnih pravila struke. Sa svakom novom financijskom krizom, regulativa i zakonski propisi postajali su sve kompleksniji i opsežniji, stoga je regulator, kako bi zaštitio ulagatelje, uveo novu obveznu kontrolnu funkciju - funkciju praćenja usklađenosti. Ta funkcija odgovorna je za uspostavu efikasnog i djelotvornog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti u društvu za upravljanje, koji donosi mnogo prednosti, a najvažnije su: poboljšanje kvalitete usluge ulagateljima, poboljšanje financijske uspješnosti, prepoznavanje i sprječavanje neprimjerenog i neetičnog ponašanja te smanjivanje izloženosti društva regulatornim kaznama. Posljedice koje društvo za upravljanje investicijskim fondovima ima ako nije razvijen i uspostavljen sustav za upravljanje rizikom neusklađenosti; su brojni financijski, reputacijski i organizacijski gubitci. Stoga je za društvo značajno i nužno uspostaviti funkciju praćenja usklađenosti, koja će uspostaviti djelotvoran sustav upravljanja rizikom neusklađenosti.

Najzastupljeniji investicijski fondovi su u RH dugi niz godina bili novčani fondovi. Novčani fondovi su nisko rizični, trajno su izloženi novčanom tržištu, a u njih ulažu - osim profesionalnih - i mali ulagatelji. Struktura ulaganja novčanih fondova je pretežno u instrumente tržišta novca, depozite i obveznice. Kamatne stope su već dugi niz godina na niskim razinama od izbijanja posljednje financijske krize. S obzirom na to da kamate imaju utjecaj na cijelu financijsku stabilnost, tako su utjecale i na prinos i neto imovinu novčanih fondova, koja je u konstantnom padu. Osim kamatnog rizika, novčani fondovi izloženi su i riziku neusklađenosti, jer je sredinom 2018. godine stupila na snagu „Uredba o novčanim fondovima“, kojom su propisana jedinstvena i stroga pravila za poslovanje novčanih fondova na razini cijele Europske unije. Navedeni rizici imali su za posljedicu nestanak novčanih fondova u RH. Koliki utjecaj i na koji način je svaki od navedena dva rizika utjecao na prestanak rada novčanih fondova i prekvalifikaciju u „kratkoročne obvezničke fondove“, obrađeno je u ovom radu.



### **1.1. Predmet i cilj rada**

Svrha ovog diplomskog rada je utvrditi značajnost efikasnog upravljanja rizikom neusklađenosti u društvima za upravljanje, promjene očekivanih prinosa novčanih fondova i utjecaj na kretanje imovine tih fondova. U radu će se identificirati utjecaj uspostave primjerene metodologije procjene i upravljanje rizikom neusklađenosti, kao i utjecaj kamata i očekivanih prinosa na neto imovinu novčanih fondova.

Cilj je ovog istraživanja utvrditi hoće li primjena metodologije procjene i upravljanje rizikom neusklađenosti pozitivno utjecati na operativnu, ekonomsku i financijsku efikasnost poslovanja društava za upravljanje, te imaju li očekivanja investitora i kamate značajan utjecaj na dinamiku kretanja neto imovine novčanih fondova.

### **1.2. Istraživačka pitanja**

Na osnovi definiranih predmeta i cilja rada, formulirana su sljedeća istraživačka pitanja:

**Istraživačko pitanje 1.:** *Kako rizik neusklađenosti utječe na društvo za upravljanje i imovinu fondova?*

**Istraživačko pitanje 2.:** *Kako očekivanja investitora, vezana za prinos novčanih fondova, utječu na dinamiku kretanja neto imovine fondova?*

### **1.3. Metode istraživanja**

U izradi i obradi ovog diplomskog rada koristit će se metoda klasificiranja podataka prikupljenih iz sekundarnih izvora, kao što su knjige, znanstveni i stručni članci i statistička izvješća, internet, zakonski propisi i sl.

Primarni podaci prikupit će se metodom kompilacije i deskripcije. Kao izvor podataka koristit će se zakonski i opći akti, direktive i uredbe Europske komisije, te izvješća relevantnih nadležnih i regulatornih tijela financijskog tržišta. Prikupljeni podaci obrađuju se, analiziraju i obrazlažu u svrhu izrade ekonomsko-financijske analize i odabira metode pozicioniranja sudionika na tržištu. Metodom deskripcije opisuju se činjenice, kao i dosadašnje teorijske i stručne spoznaje o tržišnim i zakonskim pokazateljima poslovanja, na što se nadograđuje metoda klasifikacije.

Zbog složenosti teme, sekundarno će se koristiti metodom analize i sinteze, kako bi se shvatila međuovisnost pojedinih dijelova. Za donošenje zaključaka o utjecaju prinosa

novčanih fondova na dinamiku kretanja novčanih fondova, koristit će se metodama korelacijske analize.

#### **1.4. Sadržaj rada**

Na samom početku rada, odnosno u drugom poglavlju, opisan je razvoj i uloga investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj. Opisane su osnovne karakteristike novčanih fondova, objašnjena je uloga i način rada društava za upravljanje investicijskim fondovima. U tom je dijelu objašnjen i regulatorni okvir na tržištu investicijskih fondova, kao i razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova u Europi i razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj.

U trećem je poglavlju definiran rizik neusklađenosti u društvima za upravljanje investicijskim fondovima. Objašnjen je pojam rizika i odrednice rizika neusklađenosti, definiran je pristup utemeljen na riziku, te su objašnjene odgovornosti usklađenosti, opisana je uspostava funkcije za praćenje usklađenosti u društvu za upravljanje investicijskim fondovima i kultura usklađenosti. U ovom su poglavlju također opisani temeljni elementi sustava upravljanja rizikom neusklađenosti, definirani su organizacijski zahtjevi, objašnjeni su najznačajniji elementi identifikacija rizika te mjerenje i procjena rizika neusklađenosti i ostali elementi - nadziranje, provjeravanje, izvještavanje, savjetovanje i edukacija.

Četvrto poglavlje detaljnije objašnjava primjer usklađenosti društva za upravljanje, s novom Uredbom o novčanim fondovima. Objašnjena je svrha i razlog donošenja uredbe. Opisane su nove karakteristike novčanih fondova, kao i vrste novčanih fondova. Definirana je prihvatljiva imovina te rizici novčanih fondova, opisane su nove obveze društva za upravljanje i način usklade društava za upravljanje investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj. Na kraju ovog poglavlja opisan je način upravljanja rizikom neusklađenosti.

U zadnjem je poglavlju opisan značaj efikasnog sustava upravljanjem rizikom neusklađenosti i utjecaj očekivanih prinosa na kretanje neto imovine novčanih fondova. Opisan je utjecaj kamata na kretanje neto imovine novčanih fondova, objašnjen je razlog niskih kamata. Objašnjen je utjecaj očekivanih prinosa investitora na dinamiku kretanja neto imovine novčanih fondova. Na kraju ove točke, opisane su prednosti efikasnog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti, kao i posljedice koje društvo za upravljanje ima, ako ne uspostavi efikasan i djelotvoran sustav upravljanja rizikom neusklađenosti.

## 2. INVESTICIJSKI FONDOVI U REPUBLICI HRVATSKOJ

### 2.1. Uloga i razvoj investicijskih fondova

Na financijskom tržištu RH, posljednjih su godina investicijski fondovi značajniji vid ulaganja. „Investicijski fond je subjekt za zajednička ulaganja čija je jedina svrha i namjena prikupljanje sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganje tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom ulaganja investicijskog fonda, a isključivo u korist imatelja udjela u tom investicijskom fondu“<sup>1</sup>. Investicijski fondovi namijenjeni su ulagateljima koji nemaju dovoljno znanja i vremena za samostalno ulaganje u vrijednosne papire, te im omogućuju diverzifikaciju, odnosno smanjenje rizika, ulaganjem u različite vrste financijskih instrumenata. „Diverzifikacija nastoji umanjiti nesistemske rizike portfelja tako da pozitivni učinak jednih ulaganja neutralizira negativan učinak drugih ulaganja. Koristi diverzifikacije su značajne samo ako financijski instrumenti u portfelju nisu u potpunosti korelirani, odnosno reagiraju drugačije, najčešće u suprotnom smjeru, na tržišne utjecaje.“<sup>2</sup> Osim diverzifikacije, glavna uloga investicijskih fondova je dostupnost, odnosno mogućnost ulaganja u različite vrste imovine s malim ulozima ulagatelja, kao i likvidnost, što znači da ulagatelji mogu relativno brzo unovčiti svoja sredstva. Fondovima upravljaju društva za upravljanje, koja zapošljavaju profesionalne fond-menadžere za donošenje odluka o investiranju sredstava fonda, a kojima je jedna od glavnih zadaća adekvatna diverzifikacija portfelja. „Fond menadžeri i ulagatelji često diverzificiraju ulaganja na temelju klasa imovine i pri tome odlučuju koliki će se postotak portfelja alocirati u koju imovinu.“<sup>3</sup> Alokacija portfelja, kao i unovčenost uložениh sredstava, u pravilu ovise o vrsti investicijskog fonda.

Investicijske fondove možemo podijeliti prema različitim kriterijima. Temeljna podjela odnosi se na unovčenost, odnosno mogućnosti otkupa udjela, te se prema tome investicijski fondovi mogu podijeliti na otvorene i zatvorene. „Udjeli u otvorenom investicijskom fondu se otkupljuju, na zahtjev imatelja udjela“<sup>4</sup>, iz imovine otvorenog investicijskog fonda dinamikom koja je propisana prospektom ili pravilima fonda. Fond ne može otkupiti udjele kod zatvorenih investicijskih fondova, već se udjeli mogu utržiti isključivo promjenom vlasništva na

---

<sup>1</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl. 4., st. 1. toč. 1.

<sup>2</sup> Investopedia, *Diversification*, <https://www.investopedia.com/terms/d/diversification.asp>, (pristupljeno 5.8.2020.)

<sup>3</sup> Ibidem.

<sup>4</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl. 4., st. 1. toč. 4.

sekundarnom tržištu, a u tom slučaju utrživost istih ovisi o trenutnoj ponudi i potražnji. Zatvoreni investicijski fondovi mogu se, osim kao dioničko društvo s ograničenom odgovornošću, osnovati i kao dioničko društvo; te u tom slučaju, za razliku od otvorenih investicijskih fondova, imaju pravnu osobnost u pravnom prometu.

Nadalje, investicijski fondovi mogu se podijeliti prema načinu prikupljanja kapitala, na fondove s javnom ponudom i fondove s privatnom ponudom. „Javna ponuda je svaka obavijest dana u bilo kojem obliku i uporabom bilo kojeg sredstva, koja sadržava dovoljno informacija o uvjetima ponude i o ponuđenim udjelima u investicijskim fondovima da se na temelju istih ulagatelj može odlučiti na upis tih udjela.“<sup>5</sup> Privatna ponuda također mora sadržavati dovoljno informacija o uvjetima ponude i ponuđenim udjelima, ali pritom - za razliku od javne ponude - mora po nekoj svojoj karakteristici biti uvjetovana, primjerice minimalnim iznosom ulaganja, ciljanom skupinom ulagatelja ili brojem ulagatelja i slično.<sup>6</sup> Najčešća uvjetovana karakteristika koja se koristi u RH kod privatnih ponuda, je ciljana skupina ulagatelja. Zakonska regulativa RH prepoznaje tri najčešće skupine ulagatelja:

1. „mali“ ulagatelj
2. kvalificirani ulagatelj
3. profesionalni ulagatelj.

Pojam „mali“ ulagatelj uglavnom se odnosi na fizičku osobu koja ne posjeduje toliko investicijskog znanja i iskustva u pogledu investiranja sredstva, i s tim povezanih rizika, kao što je to slučaj s profesionalnim ulagateljima i zbog toga najčešće zahtjeva višu razinu zaštite (u daljnjem tekstu gdje god se pojavi pojam „mali“ ulagatelj, njime će se koristiti u ovom kontekstu).<sup>7</sup> Profesionalni ulagatelj je ulagatelj koji posjeduje dovoljno iskustva, znanja i stručnosti za samostalno donošenje odluka o ulaganjima i pravilnu procjenu povezanih rizika koji su, primjerice, financijske institucije poput banaka, društava za osiguranje, investicijskih fondova, društava za upravljanje investicijskim fondovima i slično. Kvalificirani ulagatelj u kontekstu investicijskih fondova može biti pravna ili fizička osoba koja ispunjava uvjete propisane Zakonom o alternativnim investicijskim fondovima (NN: 21/08 i 126/19, dalje: „ZAIF“), a koji se odnose na visinu minimalne jednokratne uplate u investicijski fond (minimalno 400.000,00 kn), ukupnu vrijednost njegove neto imovine (minimalno 3.000.000,00

---

<sup>5</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl. 4., st. 1. toč. 31.

<sup>6</sup> Prema: Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.4. st. 1. toč.46

<sup>7</sup> Prema: HANFA, *Investicijski fondovi*, <https://www.hanfa.hr/getfile.ashx/?fileId=42495>, (pristupljeno 3.8.2020.)

kn) i za koju je društvo za upravljanje procijenilo da posjeduje dovoljno iskustva i stručnog znanja, da je sposoban razumjeti uključene rizike, te da je ulaganje u takav investicijski fond u skladu s njegovim ulagačkim ciljevima.<sup>8</sup>

Regulativa RH, po uzoru na regulativu Europske unije, fondove dijeli na dvije glavne kategorije: otvorene investicijske fondove s javnom ponudom, odnosno UCITS fondove (*engl. Undertakings For The Collective Investment Of Transferable Securities*, dalje: „UCITS“, „UCITS fond“, „UCITS fondovi“) i na alternativne investicijske fondove (dalje: „AIF“, „AIF fond“, „AIF fondovi“). UCITS fondovi namijenjeni su širokom krugu ulagatelja i u njih ulažu mali i profesionalni ulagatelji. Ulaganje u UCITS fondove ne zahtjeva kvalifikaciju ulagatelja, dok su AIF-ovi predviđeni uglavnom za ulagatelje s više iskustva i znanja u području ulaganja, odnosno za profesionalne i kvalificirane ulagatelje. UCITS fondovi strože su i detaljnije regulirani i njihovo je poslovanje ujednačeno na razini cijele Europske unije. Jedna od bitnih razlika između UCITS fondova i AIF-ova jest u tome što je AIF-ovima omogućen širi raspon ulaganja u razne vrste imovine, u koje UCITS fondovima nije dopušteno ulagati.<sup>9</sup> UCITS fondovi se, nadalje, najčešće razlikuju prema kriteriju izloženosti portfelja pojedinim klasama financijske imovine i prema rizičnosti takve imovine. Prema tome, ovisno u kakve financijske instrumente fond ulaže sredstva, investicijski fondovi dijele se na: novčane, obvezničke (osnovne i kratkoročne), mješovite ili uravnotežene, dioničke investicijske fondove i fondove s posebnom namjenom. AIF fondovi se najčešće dijele na sljedeće vrste: AIF poduzetničkog kapitala (*venture capital*), AIF s privatnom ponudom za ulaganje u nekretnine, fond fondova, *hedge fond*, specijalizirani AIF, europski fond poduzetničkog kapitala, europski fond socijalnog poduzetništva.<sup>10</sup>

Novčani su fondovi od srpnja 2018. godine zasebno regulirani, Uredbom (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima i Zakonom o provedbi Uredbe (EU) br. 2017/1131 o novčanim fondovima (NN 118/18) - što je detaljnije objašnjeno u točki 4. ovog rada.

---

<sup>8</sup> Prema: Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.4. st. 1. toč.11 i Zakon o tržištu kapitala (NN 65/18), čl. 101, st. 1.

<sup>9</sup> Prema: HANFA, *Investicijski fondovi*, op. cit., str. 3.

<sup>10</sup> Prema: Pravilnik o vrstama alternativnih fondova, (NN 28/19), čl. 25.

## 2.2. Obilježja novčanih fondova

Novčani fondovi neki su od sudionika na tržištu novca. „Tržište novca je sastavni dio financijskog tržišta na kojem se trguje kratkoročnim vrijednosnim papirima i likvidnim novčanim sredstvima s rokom dospijeca do godinu dana.“<sup>11</sup>

„Investicijski fondovi tržišta novca (engl. Money market mutual funds – MMFs ili skraćeno novčani fondovi) su fondovi koji prikupljaju novac od grupe malih ulagača te ga investiraju u instrumente tržišta novca.“<sup>12</sup> Novčani fondovi postali su popularni od svojih početaka, ranih 1970-ih, jer malim investitorima pružaju mogućnost korištenja prednosti prinosa ponuđenih na vrijednosnice tržišta novca. Novčani fondovi postali su posebno povoljna alternativa bankovnim depozitima. Sredstva uložena u novčani fond investirana su u instrumente tržišta novca, rizik neplaćanja za te vrijednosnice je vrlo nizak, stoga je i rizik novčanih fondova vrlo nizak.<sup>13</sup>

Cilj novčanih fondova je zaštiti ulagatelje od tržišnih oscilacija i osigurati sigurnost i visoku likvidnost uloga, uz stalan rast vrijednosti - odnosno stabilan prinos, to jest nuđenje prinosa u skladu sa stopama na tržištu i očuvanje vrijednosti ulaganja. Rast vrijednosti imovine fonda je polagan ali kontinuiran, dok su oscilacije vrijednosti udjela minimalne. „Na strani potražnje, novčani fondovi su kratkoročni instrument upravljanja gotovinom koji nudi visoku razinu likvidnosti i diverzifikacije te stabilnu vrijednost uložene glavnice u kombinaciji s tržišno utemeljenim prinosom. Novčane fondove uglavnom upotrebljavaju korporacije koje žele kratkoročno uložiti višak gotovine.“<sup>14</sup> Stoga možemo reći da su novčani fondovi važna poveznica između ponude kratkoročnog novca i potražnje za kratkoročnim financiranjem.

Kodeksom poslovanja društva za upravljanje investicijskim fondovima u RH, opisane su glavne karakteristike novčanih fondova: „Novčanim fondom može se nazivati samo fond koji je trajno izložen novčanom (trezorski i komercijalni zapisi, depoziti, repo poslovi) i obvezničkom tržištu, ulaganjem u instrumente čije dospijeca nije duže od godine dana, u omjeru ne manjem od 75% imovine fonda, pod uvjetom da globalno modificirano trajanje fonda ne prelazi 1,5. Izloženost korporativnim vrijednosnim papirima (obveznice i zapisi) ne smije prelaziti 50% imovine fonda. Valutna izloženost fonda u odnosu na njegovu temeljnu valutu ni u kom trenutku ne smije prelaziti 20%. Sporedna izloženost dioničkom tržištu nije

---

<sup>11</sup> Klačmer Čalopa M., Čingula M., (2009.), Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA Tiskara Varaždin, str.19.

<sup>12</sup> Mishkin F. S., Eakins S. G., (2005.), Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, str. 235.

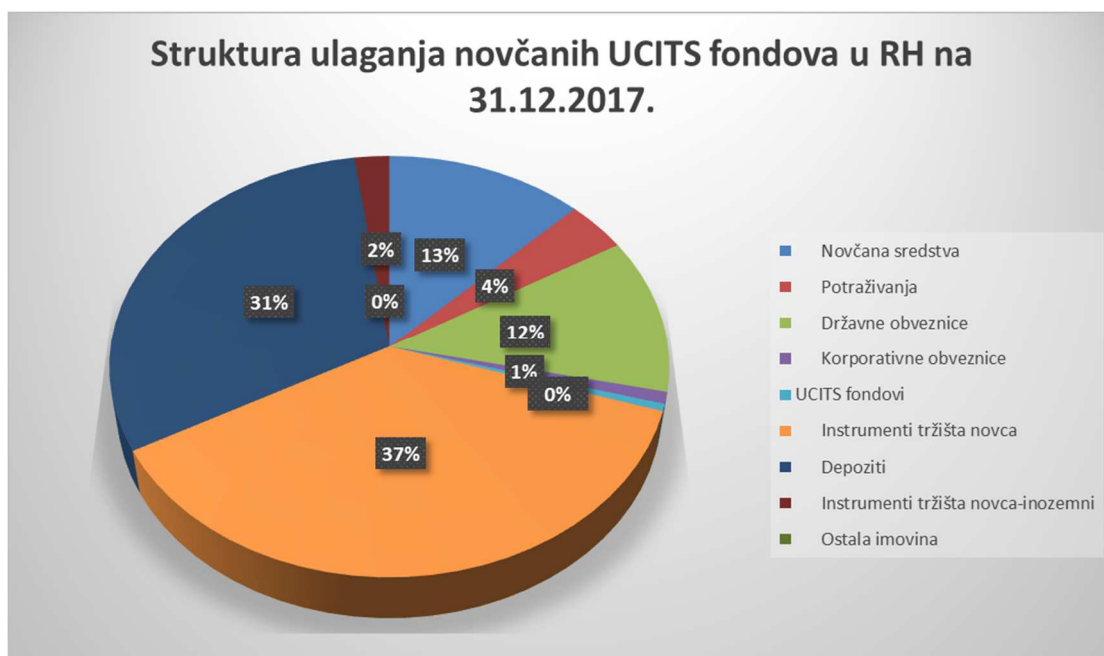
<sup>13</sup> Prema: Ibid., str. 236.

<sup>14</sup> Prema: Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, str.1.

dopuštena.“<sup>15</sup> U prospektu fonda, koji je ključni dokument svakog fonda, detaljno je opisana struktura ulaganja, rizičnost fonda i ostale karakteristike fonda.<sup>16</sup>

Većina društava ne naplaćuje ulagateljima nikakvu naknadu prilikom kupnje ili otkupa udjela, što je jedno od važnijih obilježja novčanih fondova. U RH niti jedno društvo ne naplaćuje ulaznu naknadu prilikom kupnje udjela, ni izlaznu naknadu prilikom otkupa udjela, što je svakako pogodnost za ulagatelje. Novčani fondovi uglavnom imaju minimalni početni ulog od 400 kuna.<sup>17</sup>

Slika 1 Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u RH, na dan 31.12.2017.



Izvor podataka za graf: Statistika, HANFA, Struktura ulaganja novčanih fondova, <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3> (preuzeto 22.6.2019.)

Grafikon 1. prikazuje tipičnu alokaciju novčanih UCITS fondova u RH. Iz prikaza strukture ulaganja novčanih UCITS fondova na dan 31.12.2017.godine, može se zaključiti da je 37%

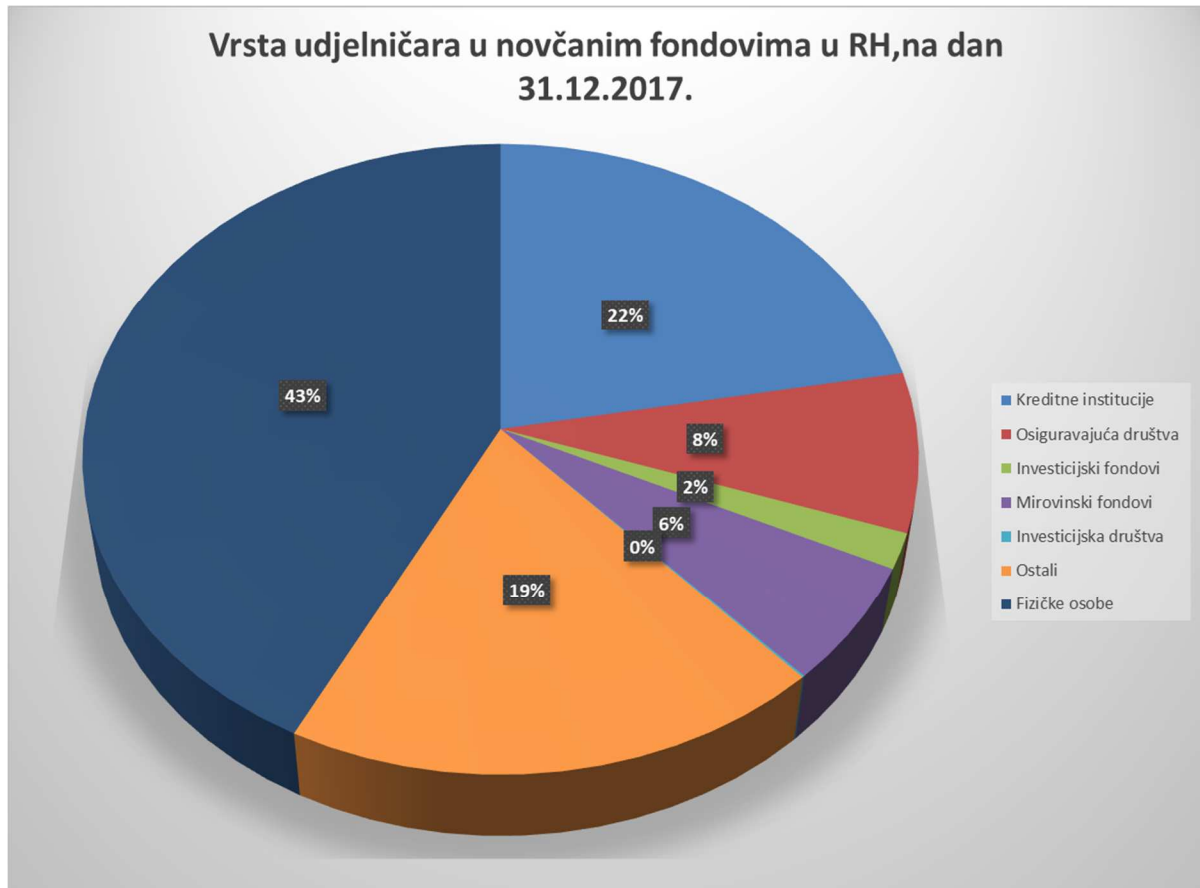
<sup>15</sup>HGK, *Kodeks poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima*, (2009), <https://www.hgk.hr/documents/kodeksposlovanjainvfonprihvacen37200957b0212799645.pdf>, (preuzeto 1.8.2020.)

<sup>16</sup> Prema: Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.191.

<sup>17</sup> Prema: Podaci o fondovima; [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr), (pristupljeno 1.8.2020.)

ulaganja, ulaganje u instrumente tržišta novca, zatim slijede ulaganja u depozite od 31%, novčana sredstva zauzimaju 13%, a ulaganja u državne obveznice 12%.

*Slika 2 Vrsta ulagatelja u novčanim fondovima u RH, na dan 31.12.2017.*



Izvor podataka za graf: HANFA, Statistika, Struktura neto imovine i udjelničara UCITS fondova, <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/#section3>, (preuzeto 22.6.2019.)

Grafikon 2. prikazuje vrstu ulagatelja, odnosno udjelničara u novčanim UCITS fondovima, u RH. Iz prikaza strukture udjelničara na dan 31.12.2017. godine, može se zaključiti da su fizičke osobe, odnosno mali ulagatelji, najzastupljeniji - 43%, potom slijede kreditne institucije od ukupno 22%, a ostali udjelničari su vlasnici udjela u iznosu od 19%, dok 8% zauzimaju osiguravajuća društva.



### 2.3. Društvo za upravljanje investicijskim fondovima

Investicijske fondove osnivaju, i njima upravljaju, društva za upravljanje, koja su osnovana kao pravna osoba te su dobila odobrenje regulatornog tijela, a to je u RH - Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje: „Agencija“ ili „HANFA“). „Odobrenje za rad izdano društvu za upravljanje u njegovoj matičnoj državi članici trebalo bi osigurati zaštitu ulagatelja i solventnost društava za upravljanje s ciljem doprinošenja stabilnosti financijskog sustava.“<sup>18</sup>

U osnovne djelatnosti društva za upravljanje ubrajaju se osnivanje i upravljanje UCITS fondom i osnivanje i upravljanje AIF-om. Osim te dvije djelatnosti, društvima je dozvoljena i djelatnost upravljanja portfeljem. „S obzirom na opseg djelatnosti društava za upravljanje te kako bi se uzelo u obzir nacionalno pravo i dopustilo društvima ostvarivanje značajne ekonomije razmjera, poželjno je također dopustiti im obavljanje djelatnosti upravljanja portfeljima na diskrecijskoj osnovi (upravljanje pojedinačnim portfeljem).“<sup>19</sup>

Imovinom investicijskog fonda društvo upravlja u svoje ime i za zajednički račun imatelja udjela. „Osnivanje i upravljanje fondom obuhvaća: osnivanje fonda, upravljanje imovinom fonda, administrativne poslove i trgovanje udjelima fonda.“<sup>20</sup>

Organi društva za upravljanje su glavna skupština, uprava i nadzorni odbor - odnosno upravni odbor ako je društvo registrirano kao dioničko društvo. Uprava društva mora imati najmanje dva člana, a oba člana moraju ispunjavati propisane uvjete i moraju ishoditi odobrenje Agencije. Društva za upravljanje dužna su ustrojiti unutarnju organizacijsku strukturu na način da se poslovi podijele u najmanje tri organizacijske jedinice: *front office* (operativnu jedinicu), *middle office* (jedinicu za kontrolu) i *back office* (jedinicu za potporu). Osim navedenih funkcija, društva moraju uspostaviti i mehanizme unutarnje kontrole koji uključuju funkciju upravljanja rizicima, funkciju praćenja usklađenosti s relevantnim propisima i funkciju interne revizije.<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) UCITS IV Direktiva, str. 1

<sup>19</sup> Ibid., str. 1

<sup>20</sup> Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., op. cit., str.191 do 193.

<sup>21</sup> Prema: Ibid., str. 213- 218.

## 2.4. Regulatorni okvir na tržištu investicijskih fondova

Investicijski fondovi razvijali su se postupno: kako se razvijao i proširivao spektar investicijskih mogućnosti za širu javnost, tako se razvijala potreba za većim pravnim uređenjem. U nastavku je opisan razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova u Europi i Republici Hrvatskoj.

### 2.4.1. Razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova u Europi

Temelj europskog prava kojim se uređuju investicijski fondovi donesen je 1985. godine UCITS Direktivom 85/611/EEC (dalje u tekstu: „UCITS I Direktiva“), a njegov je temeljni zadatak bio omogućiti slobodno kretanje investicijskih fondova i olakšavanje prekograničnog trgovanja udjelima.<sup>22</sup> Međutim, razvoj europskog prava počeo je još 1966. godine, kada je izrađen „*Segre Report*“<sup>23</sup>, u kojem je istaknuta činjenica „nepostojanja adekvatne ponude kapitala privatnih investitora“<sup>24</sup> i da su „institucionalni investitori najpodobniji upravitelji štednjom stanovništva jer stanovništvo nema dovoljno znanja i iskustva za ulaganje u vrijednosne papire.“<sup>25</sup> Kako se pojavljivala potreba za dodatnim uređenjem prekograničnog djelovanja investicijskih fondova na unutarnjem tržištu, tako je donesena UCITS I Direktiva, koja je dopunjena UCITS III Direktivom iz 2002. godine. „UCITS III je *kao dvokoponentna direktiva*, uređivala s jedne strane, osnivanje i poslovanje društva za upravljanje, a s druge fond kao investicijski proizvod. Osim otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom koji nemaju pravnu osobnost, primjenjivala se i na fondove koji su osnovani kao pravne osobe, pod uvjetom da se radi o otvorenim fondovima, tj. da su njihovi udjeli (dionice) svakodobno otkupivi.“<sup>26</sup> S navedenim se izmjenama proširilo ulaganje u UCITS fondove i dopustilo se ulaganje u drugu likvidnu financijsku imovinu. Ulaganje u instrumente tržišta novca jedna je od važnijih promjena UCITS III Direktive, kao i ulaganje u udjele investicijskih fondova i depozite čiji je rok dospijeca do godine dana. Portfelj fonda može se sastojati od pet različitih vrsta ulaganja, pri čemu su na prvom mjestu prenosivi vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca, osim toga dopušteno je ulaganje i u nedavno izdane vrijednosne papire. Navedena Direktiva propisuje i mnoga investicijska ograničenja ulaganja, koja za cilj imaju diverzifikaciju portfelja fondova. Uveo se koncept „putovnice društva za upravljanje“ i koncept

---

<sup>22</sup> Prema: Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., op. cit., str. 69. – 70.

<sup>23</sup> Segre Report: Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission. The Development of a European Capital Market., Brussels, November 1966., [http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev\\_Eur\\_Cap\\_Mkt\\_1966.pdf](http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf) (preuzeto 2.8.2020.)

<sup>24</sup> Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., op. cit., str. 69.

<sup>25</sup> Ibid., str. 69.

<sup>26</sup> Ibid., str. 70.

„europske putovnice fonda“, što znači da se udjelima fonda može slobodno trgovati unutar jedinstvenog europskog tržišta.<sup>27</sup> Direktiva je obvezala društva na objavu podataka o fondu, ali i o društvu za upravljanje, tako je propisana obavezna izrada prospekta, godišnjeg i polugodišnjeg izvještaja fonda. Osim toga, kako bi se na jednom mjestu pružile sve bitne informacije koje se upućuju ulagateljima, uveden je KID (engl. *key information document*), koji ulagateljima omogućuje lakšu međusobnu usporedbu UCITS fondova, a posebno kada su isti iz različitih država članica.<sup>28</sup>

Tijekom 2005. godine pojavila se potreba za izmjenama postojeće Direktive, jer je utvrđeno da postoje određeni nedostaci. „UCITS IV Direktiva donesena je 2009. godine, a kao rok za implementaciju u zakonodavstvo država članica Europske unije (dalje: „države članice EU-a“ ili „EU“) određen je srpanj 2011. godine.“<sup>29</sup> Glavne izmjene IV Direktive odnose se na izmjene u pogledu putovnice društva za upravljanje, uspostavljanje jedinstvenog sustava spajanja fondova - bez obzira ima li spajanje ili nema prekogranični aspekt, uvodi se „master-feeder“ struktura, odnosno struktura glavnog i napajajućeg fonda. Uvodi se nova isprava koja će zamijeniti dosadašnji skraćeni prospekt, tzv. ključni podaci za ulagatelje, osim toga uređeno je pitanje notifikacije, prekogranične promidžbe fondova te pitanje provedbe nadzora.<sup>30</sup>

Nedostaci postojećeg pravnog okvira su ponajviše bili uočljivi za vrijeme financijske krize koju su iskusile države članice EU-a, pa se ponovno nametnula potreba za dodatnim reguliranjem investicijskih fondova - posebno fondova koji dotad nisu bili regulirani i obuhvaćeni UCITS zakonodavstvom. Prvenstveno se to odnosi na alternativne investicijske fondove, koji koriste drukčije tehnike ulaganja i čiji je portfelj drukčije sastavljen u odnosu na portfelj UCITS fondova te nisu nužno otvorenog tipa.<sup>31</sup> Zbog navedenih razloga, 2011. godine donesena je AIMF Direktiva koja je uredila poslovanje alternativnih investicijskih fondova. „Alternativni fondovi su svi fondovi koji se nalaze izvan polja primjene UCITS Direktiva pod pretpostavkom da prikupljaju kapital od ulagatelja i ulažu ga u skladu s definiranom investicijskom politikom.“<sup>32</sup> Navedenom Direktivom uređeni su organizacijski zahtjevi

---

<sup>27</sup> Prema: Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., op. cit., 77.

<sup>28</sup> Prema: Uredba Komisije (EU) br. 583/2010 od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s ključnim informacijama za ulagatelje i uvjetima koje je potrebno ispuniti prilikom dostavljanja ključnih informacija ulagateljima ili prospekta na trajnom mediju koji nije papir ili putem internetske stranice, str. 1

<sup>29</sup> Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., op. cit str. 70.

<sup>30</sup> Prema: Ibid., str. 89. do 90..

<sup>31</sup> Prema: Ibid., str. 70.

<sup>32</sup> Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., op. cit str. 91.

društva, propisani su poslovi depozitara; ograničenja u pogledu financijske poluge i transparentnosti, marketing i prekogranično poslovanja AIF fondova i društava koja njima upravljaju, te zahtjevi u pogledu politike primitaka.

„Prijedlog UCITS V Direktive bio je dio šireg europskog zakonodavnog pakta kojemu je cilj bio vratiti povjerenje ulagatelja u financijsko tržište.“<sup>33</sup> Stoga je 23. srpnja 2014. usvojena Direktiva 2014/91/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o izmjeni Direktive 2009/65/EZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) u pogledu poslova depozitara, politika nagrađivanja i sankcija (dalje: UCITS V Direktiva). UCITS V Direktivom dodatno se proširuju obveze depozitara, zahtjevi u pogledu politike nagrađivanja, odnosno politike primitaka, te se ujednačavaju administrativne sankcije koje nadzorna tijela država-članica mogu propisati u slučaju povrede odredbi Direktive i nacionalnih propisa, kojima se ista implementirala u pravni sustav određene države članice.

#### 2.4.2. *Razvoj pravnog uređenja investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj*

Investicijske fondove kao i društva koja njima upravljaju nadzirala je najprije Komisija za vrijednosne papire, a potom HANFA, koja je zadužena za nadzor nad svim institucijama ne-bankovnog sektora financijskog tržišta. „Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima u RH dobilo je odobrenje za rad 1997. godine, a dvije godine kasnije počinje stvarni razvoj fondova osnivanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova.“<sup>34</sup>

Prvi Zakon o investicijskim fondovima donesen je 1995. godine, te je bio neznatno mijenjan dva puta. Krajem 2005. godine donesen je Zakon o investicijskim fondovima (dalje u tekstu: „ZIF“), koji je trebao uskladiti domaće zakonodavstvo s UCITS III Direktivom. ZIF je razlikovao fondove s javnom i privatnom ponudom.<sup>35</sup> „U fondove s javnom ponudom ubrajali su se: otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom, i zatvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom čije su podvrste bili: zatvoreni investicijski fond s javnom ponudom za ulaganje u neuvrštene vrijednosne papire i zatvoreni investicijski fond javnom ponudom za ulaganje u nekretnine. Kao fondovi s privatnom ponudom postojali su samo otvoreni fondovi i to investicijski fond s privatnom ponudom i otvoreni investicijski fond s privatnom ponudom

---

<sup>33</sup> Ibid., str. 96.

<sup>34</sup> Ibid., str. 53.

<sup>35</sup> Prema: Ibid., op. cit., str. 53.

rizičnog kapitala.“<sup>36</sup> Agencija je u okviru svojih regulatornih ovlasti donijela niz podzakonskih akata kojima je uredila poslovanje investicijskih fondova.

Potreba za usklađivanjem domaćeg zakonodavstva s UCITS IV Direktivom i AIFM Direktivom dovela je do donošenja novih Zakona. Od 1. srpnja 2013. godine, stupila su na snagu dva zakona, Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (dalje: „ZOIF“) i Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (dalje: „ZAIF“).

ZOIF i ZAIF propisuje uvjete za osnivanje i rad UCITS i AIF fondova i društava za upravljanje, uvjete za članove uprave i nadzornog odbora. Navedenim zakonima uređen je način izdavanja i otkupa udjela fondova, trgovanje istima, delegiranje poslova na treće osobe i nadzor nad radom i poslovanjem UCITS i AIF fondova, društva za upravljanje, depozitara i osoba koje nude udjele u fondovima.

Novi zakoni napustili su tipologiju fondova koju je poznavao ZIF. Otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom, prema ranijem ZIF-u, zadržali su svoje ime, a sada ih se naziva još i UCITS fondovima. „Zatvoreni fondovi, prema tipologiji koju je poznavao ZIF, postaju alternativni investicijski fondovi, a također to postaju dosadašnji otvoreni fondovi s privatnom ponudom i otvoreni fondovi privatnom ponudom rizičnog kapitala.“<sup>37</sup>

Kako bi uskladila nacionalni pravni okvir s novom europskom regulativom, odnosno UCITS V Direktivom, RH je donijela novi Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16, dalje: ZOIF II) na dan 3.5.2016. godine, a koji je stupio na snagu 19.5.2016. godine.

S obzirom na velik broj regulatornih obveza društva za upravljanje i u svrhu poštivanja zakonskih propisa, kao i u svrhu sprječavanja povreda istih, definirana je obveza uspostavljanja praćenja usklađenosti s relevantnim propisima. „Društvo za upravljanje dužno je, uzimajući u obzir vrstu, opseg i složenost poslovanja društva, kao i djelatnosti koje obavlja uspostaviti, provoditi te redovito ažurirati, procjenjivati i nadzirati primjerene politike, procedure i mjere, čiji je cilj otkrivanje svakog rizika neusklađenosti s relevantnim propisima, kao i povezanih rizika te uspostaviti primjerene mjere i postupke radi smanjivanja takvih rizika.“<sup>38</sup> Stoga društva za upravljanje moraju imenovati kontrolnu funkciju, odnosno „osobu zaduženu za praćenje usklađenosti s relevantnim propisima, a koja je odgovorna za funkciju praćenja

---

<sup>36</sup> Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., op. cit, str. 54.

<sup>37</sup> Ibid., str. 58. - 59.

<sup>38</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl. 52.st.1.

usklađenosti s relevantnim propisima i izvješćivanje u skladu s propisanim zakonskim odredbama<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl. 53., st. 1.

### 3. RIZIK NEUSKLAĐENOSTI U DRUŠTVIMA ZA UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIM FONDOVIMA

Izuzetno važan izazov s kojim se svaki pravni subjekt susreće u poslovanju, a posebno financijske institucije, svakako je uspostavljanje adekvatnog sustava upravljanja rizicima. Društva za upravljanje se, kao i sve druge financijske institucije, susreću s nizom rizika i pri tome moraju odlučiti do koje mjere će razviti sustav prevencije pojedinih rizika, a koje rizike će prihvatiti kao inherentne. Obzirom na to da postoji cijeli niz rizika s kojima se društva za upravljanje susreću u svojem poslovanju, za potrebe ovog rada naglasak je stavljen na rizik neusklađenosti.

Rizik neusklađenosti dugo se uzimao u obzir kao inherentan, pa se sustavno u društvima za upravljanje - kako u svijetu, tako i u RH - uvodi tek od nedavno. Danas je pitanje rizika neusklađenosti jedan od glavnih poslovnih problema u organizacijama. Nepoštivanje usklađenosti može dovesti do zaostajanja za konkurencijom, društvo se izlaže visokom regulatornom i reputacijskom riziku.<sup>40</sup> Stoga većina društava za upravljanje teži djelovati u skladu sa zakonskim propisima, etičkim kodeksom i u skladu s pozitivnim poslovnim praksama, uključujući rizik neusklađenosti u svoj sustav upravljanja rizicima. „Pitanje usklađenosti promijenilo je cijeli korporativni sektor“<sup>41</sup>.

#### 3.1. Pojam rizika i odrednice rizika neusklađenosti

„Rizik se može definirati na različite načine, no najšire je opisan kao vjerojatnost da ishod nekog događaja ili stvarni povrat ulaganja bude različit od očekivanog ishoda ili povrata.“<sup>42</sup> S obzirom na specifičnu djelatnost, na poslovanje društva za upravljanje djeluje cijeli niz rizika, od kojih svaki zahtjeva poseban pristup u upravljanju. U središtu ovoga rada je rizik neusklađenosti. „Rizik neusklađenosti odnosi se na izloženost pravnim i novčanim sankcijama

---

<sup>40</sup>Delloite, Enterprise compliance, The Risk Intelligent approach, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/center-for-corporate-governance/us-ccg-enterprise-compliance-the-risk-intelligent-approach-040113.pdf>, (preuzeto 2.8.2020.)

<sup>41</sup> Cornelius D. (2009), McNulty Keynote on a Tale of Two Sectors. Compliance Building, svibanj 2009. <http://www.compliancebuilding.com/2009/06/04/mcnulty-keynote-on-a-tale-of-two-sectors/>, (pristupljeno 3.8.2020.)

<sup>42</sup> Investopedia, Risk, <https://www.investopedia.com/terms/r/risk.asp#what-is-risk>, (pristupljeno 3.8.2020.)

te drugim materijalnim gubicima društva kada ono ne postupi u skladu sa zakonima i propisima industrije, internim politikama te najboljim poslovnim praksama.“<sup>43</sup> Iako se u pravilu rizik neusklađenosti odnosi na poslovanje društva koje nije u skladu sa zakonom ili internim politikama, vrlo često se u kontekstu rizika neusklađenosti misli i na integritet samog društva za upravljanje, odnosno posluje li ono u skladu s najboljim poslovnim praksama. Navedeno znači da; ne samo da se od društva za upravljanje zahtjeva i očekuje da posluju u skladu sa zakonom, već da pri tome poštuje najviše standarde financijske industrije. Dakle, poslovanje društva za upravljanje na prvi pogled može biti zakonito, no ako ono ne zadovoljava najviše standarde industrije, vjerojatno je da će biti izloženo riziku neusklađenosti.

Rizik neusklađenosti do nedavno je bio isključivo inherentan i u pravilu se odnosio na rizik od pravnih i drugih sankcija. Kako regulatorni zahtjevi rastu eksponencijalnom brzinom te dodiruju sva operativna područja u poslovanju, usklađenost poslovanja postaje vrlo kompleksna i skupa, zbog opsežne nove regulative, višestrukih izvora informacija koji se međusobno preklapaju i operativnih utjecaja koje je teško identificirati i pratiti.<sup>44</sup>

Rizik neusklađenosti u većoj ili manjoj mjeri obuhvaća i cijeli niz drugih rizika, a posebice: reputacijski rizik, pravni rizik, rizik sudskih sporova, rizik pravnih i drugih sankcija, kao i pojedine aspekte operativnog rizika.<sup>45</sup>

Da bi cjelokupni sustav upravljanja rizicima u društvima za upravljanje bio djelotvoran, potrebno je u procjenu rizika uključiti i rizik neusklađenosti.

### 3.2. Pristup utemeljen na riziku

Svako društvo za upravljanje trebalo bi u svom poslovanju koristiti pristup utemeljen na riziku (eng. *risk based approach*<sup>46</sup>), što znači da bi društvo trebalo identificirati, procjenjivati, razumjeti, potom u skladu s tim definirati mjere upravljanja s pojedinom vrstom rizika.

---

<sup>43</sup>Whatis.com, *Compliance risk*, <https://searchcompliance.techtarget.com/definition/compliance-risk>, (pristupljeno 5.8.2020.)

<sup>44</sup> Prema: Minsky S., (2013), *3 Steps to a Compliance Risk Management Approach*, ebizQ, >[http://www.ebizq.net/blogs/chief\\_risk\\_officer/2013/04/3\\_steps\\_compliance\\_risk\\_management.php](http://www.ebizq.net/blogs/chief_risk_officer/2013/04/3_steps_compliance_risk_management.php)<, pristupljeno (5.8.2020.)

<sup>45</sup> Prema: Opačić S., Josipović A., (2014), *Funkcija usklađenosti s primjenom na društva za upravljanje investicijskim fondovima*, Akademija Zagrebačke burze, str. 6.

<sup>46</sup> ESMA Smjernice o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti od 25.lipnja 2012., str. 5.



Smjernice kojima je propisan pristup utemeljen na riziku, povezan uz funkciju praćenja usklađenosti, usvojene su 2012. godine, a primjenjuju se na sve članice EU.

Kako bi učinkovitije raspodijelili resurse, funkcije za praćenje usklađenosti društva za upravljanje trebaju osigurati primjenu pristupa temeljenog na riziku. Procjena rizika usklađenosti služi da se odrede prioritete i težište aktivnosti praćenja, savjetovanja i ostalih poslova koje obavlja funkcija praćenja usklađenosti. „Procjena rizika treba se obavljati redovito kako bi se osiguralo da težište i opseg aktivnosti praćenja i savjetovanja uvijek odgovaraju zahtjevima u danim okolnostima.“<sup>47</sup>

Funkcija praćenja usklađenosti u svojem je poslovanju dužna utvrditi razinu rizika usklađenosti društva za upravljanje investicijskim fondovima, na način da uzme u obzir sve rizike investicijskih aktivnosti, usluga, te sve rizike koji proizlaze iz distribucije udjela.

„Pristup usklađenosti temeljen na riziku trebao bi predstavljati osnovu za odlučivanje o odgovarajućim alatima i metodologijama koje upotrebljava funkcija praćenja usklađenosti, kao i opsegu programa praćenja i učestalosti aktivnosti praćenja koje obavlja funkcija praćenja usklađenosti.“<sup>48</sup> Pristup utemeljen na riziku pomaže financijskim institucijama, pa tako i društvima za upravljanje, da rasporede svoje resurse na najučinkovitiji način, odnosno daje se prioritet onim poslovnim područjima koja nose najviši rizik neusklađenosti, te se sukladno tome primjenjuju preventivne mjere koje su razmjerne prirodi tih rizika. Navedeni pristup ima puno prednosti za društvo za upravljanje, ali kako bi se takav pristup uspostavio u društvu za upravljanje, potrebno je uspostaviti funkciju praćenja usklađenosti.

### **3.3. Odgovornost za usklađenost i uspostava funkcije praćenja usklađenosti u društvu za upravljanje investicijskim fondovima**

Kako bi osiguralo usklađenost društva s njegovim obvezama, više rukovodstvo dužno je uspostaviti funkciju praćenja usklađenosti koja će razviti i utvrditi procjenu rizika usklađenosti. „Društvo za upravljanje dužno je osigurati da viši rukovoditelji odgovaraju za uspostavljanje trajne i učinkovite funkcije praćenja usklađenosti s relevantnim propisima, čak i kad je ta

---

<sup>47</sup> ESMA Smjernice o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti od 25.lipnja 2012., str. 5.

<sup>48</sup> ESMA Smjernice o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti od 25.lipnja 2012., str. 5.

funkcija delegirana na treću osobu.“<sup>49</sup> Odgovornost za usklađenost prvenstveno je na upravi i nadzornom odboru društva za upravljanje, dok je funkcija za praćenje usklađenosti odgovorna za obavljanje poslova usklađenosti, koje su također propisane člankom 53. ZOIF-a.

Odgovornosti funkcije praćenja usklađenosti:

- *„praćenje i redovita procjena primjerenosti i učinkovitosti mjera, politika i procedura*
- *utvrđivanje i redovita procjena rizika usklađenosti kojima je društvo za upravljanje izloženo ili bi moglo biti izloženo, na način da uspostavi program praćenja koji uzima u obzir sva područja poslovanja društva za upravljanje. Program praćenja usklađenosti trebao bi odrediti prioritete temeljene na procjeni rizika usklađenosti, osiguravajući pritom sveobuhvatno praćenje rizika usklađenosti. Ovo obuhvaća, među ostalim, procjenu učinaka koje će na poslovanje društva za upravljanje imati izmjene relevantnih propisa i provjeru usklađenosti novih proizvoda ili procesa s propisima i/ili izmjenama propisa*
- *praćenje i redovita procjena aktivnosti društva za upravljanje koje se odnose na uočene propuste u poštivanju i pridržavanju obveza u skladu s relevantnim propisima*
- *savjetovanje uprave i drugih relevantnih osoba odgovornih za obavljanje djelatnosti društva za upravljanje o načinu primjene relevantnih propisa, što obuhvaća pružanje potpore za osposobljavanje radnika, pružanje svakodnevne pomoći radnicima i sudjelovanje u uspostavi novih politika i postupaka u društvu za upravljanje i*
- *redovito izvještavanje višeg rukovodstva i, ako postoji, nadzorne funkcije, o usklađenosti“.*<sup>50</sup>

Društvo za upravljanje, odnosno uprava društva dužna je osigurati da funkcija praćenja usklađenosti ispunjava sve svoje obveze primjereno i neovisno, na način da:

- *„osigura da relevantne osobe unutar funkcije praćenja usklađenosti s relevantnim propisima imaju potrebne ovlasti, sredstva, stručno znanje i pristup svim bitnim podacima za obavljanje poslova praćenja usklađenosti s relevantnim propisima, uključujući sve važne baze podataka, izvješća podnesena višem rukovodstvu i nadzornoj*

---

<sup>49</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19) , čl.51.

<sup>50</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.53.

*funkciji te mogućnost sudjelovanja na sastancima višeg rukovodstva i nadzorne funkcije, kada je to primjenjivo*

- *imenuje osobu zaduženu za praćenje usklađenosti s relevantnim propisima, a koja je odgovorna za funkciju praćenja usklađenosti s relevantnim propisima i izvješćivanje*
- *osigura da relevantne osobe koje su uključene u funkciju praćenja usklađenosti s relevantnim propisima ne budu uključene u obavljanje djelatnosti koje nadziru i*
- *osigura da način određivanja plaća i drugih oblika nagrađivanja relevantnih osoba uključenih u funkciju praćenja usklađenosti s relevantnim propisima ne umanjuje niti je izgledno da bi mogao umanjivati njihovu objektivnost“.<sup>51</sup>*

„Usklađenost počinje na najvišoj razini. Ona će biti najdjelotvornija u korporacijskoj kulturi koja se zasniva na standardima poštenja i integriteta te u kojoj odbor direktora i više rukovodstvo prednjače svojim primjerom. Ona se tiče svih u organizaciji te ju se treba smatrati sastavnim djelom poslovnih aktivnosti.“<sup>52</sup> Uprava i nadzorni odbor odgovorni su za uspostavu funkcije praćenja usklađenosti i jako je važno da oni imaju „pozitivan stav“ prema usklađenosti, koji se potom prenosi i na sve zaposlenike društva, jer funkcija praćenja usklađenosti odgovorna je za praćenje usklađenosti na razini cijelog društva, a zaposlenici društva odgovorni su za usklađenost u svojim organizacijskim jedinicama i poslovnim područjima.

### **3.4. Kultura usklađenosti**

„Usklađenost treba postati dijelom organizacijske kulture, ono nije obveza samo osoblja odgovornog za usklađenost.“<sup>53</sup> Sve financijske institucije, pa tako i društva za upravljanje, suočavaju se svakodnevno sa složenim i opsežnim novim zakonskim propisima, a nova pravila i obveze odnose se većinom na cijelo društvo - odnosno na sve zaposlenike. Kako bi društvo kontinuirano bilo usklađeno sa svim novim zakonskim propisima, kako bi provodilo sva etička pravila ponašanja, nužno je i poželjno da ima razvijenu kulturu usklađenosti. Usklađenost, osim primjene zakonskih propisa i standarda, obuhvaća i pitanja kao što su „primjena adekvatnih

---

<sup>51</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.53.

<sup>52</sup> Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str.4.

<sup>53</sup> Ibid., str. 4

standarda tržišnog ponašanja, izbjegavanje sukoba interesa, pošten pristup klijentu te osiguravanje prikladnosti savjeta koji se daju klijentu“.<sup>54</sup>

Kultura usklađenosti prisutna je u društvu - ako je više rukovodstvo odgovorno za upoznavanje s odgovornostima društva u pogledu poštivanja propisa, ako funkcija praćenja usklađenosti ima dovoljno ovlasti i autonomije za provedbu uspješnog programa praćenja usklađenosti, te pristup svim potrebnim informacijama za usklađivanje s propisima, ako društvo sukladno svojoj veličini i složenosti osigurava dovoljno resursa za usklađenost i ako su sustavi izvještavanja transparentni.<sup>55</sup>

„Društva bi trebala promicati i poboljšati *kulturu usklađenosti* u cijelom društvu. Svrha kulture usklađenosti nije samo uspostaviti cjelokupni okvir za rješavanje pitanja usklađenosti, već i postići to da osoblje usvoji načela poboljšanja zaštite ulagatelja.“<sup>56</sup>

Društva se trebaju pridržavati visokih standarda poslovanja, na način da se poštuju svi zakonski propisi, kao i pravila etičkog ponašanja, kako neusklađenost ne bi utjecala na ulagatelje, zaposlenike te kako ne bi dovela do negativnog publiciteta i eventualnog narušavanja dobre reputacije društva.

### **3.5. Elementi sustava upravljanja rizikom neusklađenosti**

„Cjelokupan sustav upravljanja usklađenošću uključuje politike, postupke, procese, program praćenja, testiranja i funkciju praćenja usklađenosti u vezi poštivanja svih primjenjivih zakona i propisa“<sup>57</sup>. Zbog prirode i razine rizika u financijskom sektoru, financijske institucije trebaju uspostaviti djelotvoran i učinkovit sustav upravljanja rizicima neusklađenosti, koji omogućava identificiranje, nadzor i učinkovitu kontrolu rizika neusklađenosti. Učinkovit sustav sastoji se od nekoliko elemenata, koji su obrađeni u nastavku ovog rada.

---

<sup>54</sup> Prema: Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str. 5

<sup>55</sup> Prema: Barksdale A., 6 Questions to test Your Compliance Culture. Trupoint partners., 14.8.2014., <https://www.trupointpartners.com/blog/compliance-culture-self-assessment-6-questions>, (pristupljeno 11.8.2020.)

<sup>56</sup> ESMA Smjernice o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti od 25.lipnja 2012., str.8

<sup>57</sup> Compliance Management System, <https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/files/compliance-mgmt-systems/pub-ch-compliance-management-systems.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)

### 3.5.1. Organizacijski zahtjevi

Organizacijski zahtjevi podrazumijevaju uspostavu funkcije za praćenje usklađenosti, usvajanje politika, procedura i drugih internih akata kojima se propisuju obveze praćenja usklađenosti „uzimajući u obzir vrstu, opseg i složenost poslovanja društva, kao i vrstu te opseg investicijskih usluga i aktivnosti poduzetih tijekom njihova poslovanja.“<sup>58</sup> Uprava društva odgovorna je za imenovanje funkcije praćenja usklađenosti i za usvajanje internog akta, odnosno politike koja je temeljni akt funkcije, a ista se odnosi na usklađenost.

„Politika mora sadržavati osnovna načela koja trebaju poštivati više rukovodstvo i osoblje te objašnjava glavne procese preko kojih se prepoznaju rizici usklađenosti, te se njime upravlja na svim organizacijskim razinama. Jasnoća i preglednost mogu se promicati tako da se napravi razlika između općih standarda za cjelokupno osoblje i propisa koji se primjenjuju samo na neke skupine osoblja.“<sup>59</sup>

U organizacijske zahtjeve spadaju i sljedeći elementi koje društvo za upravljanje mora ispuniti i uspostaviti te propisati politikom:

- obrazovanje i izobrazba
- linije komunikacije
- pozitivni standardi koji se provode na temelju usvojenih internih akata
- uspostavljen interni nadzor usklađenosti
- pravovremene reakcije na otkrivene neusklađenosti.<sup>60</sup>

Cilj primjene učinkovitih politika je olakšati funkciji praćenja usklađenosti ispunjavanje njezinih dužnosti i obveza, a poštivanje politika i propisanih postupaka usklađenosti trebalo bi biti sastavni dio svakodnevnog poslovanja.<sup>61</sup> Više rukovodstvo društva dužno je nadzirati provođenje politike i osigurati da se pitanja usklađenosti unutar društva rješavaju brzo i

---

<sup>58</sup> Prema: ESMA Smjernice o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti od 25.lipnja 2012., str. 5.

<sup>59</sup> Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str. 6.

<sup>60</sup> Prema: Barksdale A., 6 Questions to test Your Compliance Culture. Trupoint partners., 14.8.2014., <https://www.trupointpartners.com/blog/compliance-culture-self-assessment-6-questions> (pristupljeno 11.8.2020.)

<sup>61</sup> Prema: The Evolving Compliance Environment: Examination Focus Areas, SEC, <https://www.sec.gov/info/iaiccco/iaiccco-focusareas.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)

djelotvorno u suradnji s funkcijom praćenja usklađenosti. Osim toga, potrebno je osigurati poduzimanje „korektivnih ili disciplinskih mjera kad se utvrdi kršenje propisa“.<sup>62</sup>

„Svako društvo za upravljanje koje ima odobrenje Agencije mora usvojiti pisani program usklađenosti“<sup>63</sup>. Program za praćenje usklađenosti donosi funkcija praćenja usklađenosti, sve odgovornosti funkcije trebaju se obavljati prema propisanom programu. Program treba sadržavati procjenu rizika usklađenosti, plan edukacije zaposlenika, plan provjere i revidiranje internog akta - ako je potrebno, provjeravanje usklađenosti pojedinih poslovnih procesa i ostalo.

### 3.5.2. Identifikacija rizika, mjerenje i procjena rizika

„Funkcija praćenja usklađenosti treba na vlastitu inicijativu utvrđivati, zabilježiti i procijeniti rizike usklađenosti koji su povezani s aktivnostima društva“<sup>64</sup>, uključujući i one rizike koji su povezani s razvojem novih proizvoda, s predloženim uspostavljanjem novih poslovnih odnosa s ulagateljima ili s rizicima koji su značajni za društvo.

Osnovno je identificirati i prepoznati sve rizike i rizične događaje kojima je izloženo društvo za upravljanje. „Potrebno je identificirati postojeće rizike i rizike koji mogu proizlaziti iz novih poslovnih aktivnosti, uključujući i rizike koji proizlaze iz odnosa sa trećim osobama i rizike vanjskih tržišnih okolnosti i promjena regulative.“<sup>65</sup> Identifikacija rizika kontinuirani je proces, koji se mora provoditi u svim poslovnim procesima, i to na razini transakcija, portfelja fondova, odnosno na razini poslovnih procesa i na kraju - na razini cijelog društva.

Nakon što je društvo identificiralo sve rizike kojima je izloženo, potrebno je provesti postupak mjerenja rizika. Mjerenje znači izračunavanje vjerojatnosti pojave rizičnog događaja.<sup>66</sup> „Funkcija praćenja usklađenosti treba naći načine za mjerenje izloženosti riziku usklađenosti (primjerice korištenjem indikatora djelotvornosti) te upotrijebiti ta mjerenja za poboljšanje procjene rizika usklađenosti. Tehnologija se može iskoristiti za alat za razvoj indikatora djelotvornosti agregiranjem i filtriranjem podatka koji mogu ukazivati na

---

<sup>62</sup> Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str. 6.

<sup>63</sup> The Evolving Compliance Environment: Examination Focus Areas, SEC, <https://www.sec.gov/info/iaiccco/iaiccco-focusareas.pdf>, (preuzeto 11.8.2020.)

<sup>64</sup> Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str. 10.

<sup>65</sup> The Evolving Compliance Environment: Examination Focus Areas, SEC, <https://www.sec.gov/info/iaiccco/iaiccco-focusareas.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)

<sup>66</sup> Prema: Andrijanić I., Gregurek M., Merkaš Z., (2014) Upravljanje poslovnim rizicima, str. 91

potencijalne probleme koji se odnose na usklađenost (primjerice, sve veći broj pritužbi klijenata, neuobičajeno trgovanje ili plaćanje itd.)<sup>67</sup>

Točno i pravovremeno mjerenje rizika važno je za učinkovito upravljanje rizikom neusklađenosti. Društva koja nemaju sustav mjerenja rizika imaju ograničenu sposobnost kontrole ili praćenja razine rizika.<sup>68</sup>

Prilikom procesa procjene rizika, treba koristiti pristup temeljen na riziku, kako je ranije bilo navedeno u ovom radu. Proces procjene rizika funkcije praćenja usklađenosti jedna je od ključnih zadaća i odgovornosti, te predstavlja osnovu programa usklađenja i daljnje aktivnosti koje provodi funkcija.

Svaka procjena rizika treba sadržavati procjenu inherentnog rizika. „Inherentni rizik je rizik od gubitka koji proizlazi iz vanjskih okolnosti prije bilo kakve uspostave kontrola ili procesa kojima je cilj njegovo smanjenje, a često se naziva i *čisti rizik*.”<sup>69</sup>

*Jednadžba 1 Izračun inherentnog rizika*<sup>70</sup>

***Inherentni rizik = razina čiste vjerojatnosti \* razina posljedica***

*\*čista vjerojatnost = vjerojatnost da će se neki štetni događaj dogoditi ako društvo nije implementiralo nikakve kontrole.*

Nakon što je društvo za upravljanje procijenilo inherentni rizik, potrebno je donijeti mjere i kontrole za ublažavanje (smanjenje) navedenog rizika. Za izračunavanje preostalog rizika uzima se u obzir inherentni rizik, kao i kontrole i njihova učinkovitost. „Rezidualni rizik je preostali rizik za koji je društvo odlučilo da za njegovo umanjivanje nije oportuno trošiti dodatne resurse ili će ga pokriti osiguranjem kako bi ga maksimalno umanjio“.<sup>71</sup> Rezidualni rizik umnožak je posljedica koje su procijenjene prilikom identifikacije rizika te „preostale“

---

<sup>67</sup> Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str. 10.

<sup>68</sup> Prema: The Evolving Compliance Environment: Examination Focus Areas, SEC, <https://www.sec.gov/info/iaiccco/iaiccco-focusareas.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)

<sup>69</sup> Compliance risk assessments The third ingredient in a world-class ethics and compliance program, Deloitte <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/risk/deloitte-nl-risk-compliance-risk-assessments.pdf> (preuzeto 12.8.2020.)

<sup>70</sup> How to Measure Compliance Risk, <https://www.ncontracts.com/integrated-risk-blog/how-to-measure-compliance-risk>, (pristupljeno 12.8.2020.)

<sup>71</sup> Pretorius D., (2014), *Beyond Play: A down-to-earth approach to governance, risk and compliance*, Kindle Edition, Vidi: Chapter 3 Working with risk to make it less risky, A framework for managing risk, Treating risk paragraf 25.

vjerojatnosti, odnosno mogućnosti ostvarenja nekog negativnog događaja, nakon što je društvo uspostavilo trenutačne kontrole.

#### Jednadžba 2 Rezidualni rizik<sup>72</sup>

**Rezidualni rizik = razina "preostale" vjerojatnosti \* razina posljedica**

*\*preostala vjerojatnost = vjerojatnost da će se neki štetni događaj dogoditi i kad je društvo uspostavilo određene kontrole.*

Matrica rizika alat je za utvrđivanje razine rizika, uzimajući u obzir elemente: vjerojatnost i posljedicu. Prednost korištenja matrice rizika je što svaki rizik mora biti pojedinačno procijenjen.<sup>73</sup> „Postoje tri aspekta rizika bez obzira na vrstu društva koje preuzima taj rizik: percepcija rizika da se neki događaj može dogoditi, neizvjesnost hoće li se događaj ikad dogoditi te posljedice tog rizika, ako se događaj dogodi.“<sup>74</sup> Matrica rizika pogodan je alat za procjenu ove vrste rizika, pa se najčešće i koristi u praksi.

Način funkcioniranja matrice rizika prikazan je u nastavku u Tablici 1 *Primjer mjerenja rizika*. Stupanj rangiranja vjerojatnosti i posljedica ovisi o svakom društvu za upravljanje, kao i o funkciji praćenja usklađenosti, koja je zadužena za mjerenje rizika usklađenosti.

Tablica 1 Primjer mjerenja rizika

RANGIRANJE RIZIKA			POSljedICE									
			ZANEMARIVE		MALE		UMJERENE		VELIKE		KATASTROFALNE	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
VJEROJATNOST	IZRAZITO NISKA	1	1	BEZNAČAJAN	2	MALI	2	MALI	3	SREDNJI	3	SREDNJI
	NISKA	2	2	MALI	2	MALI	3	SREDNJI	3	SREDNJI	4	VELIKI
	UMJERENA	3	2	MALI	3	SREDNJI	3	SREDNJI	4	VELIKI	4	VELIKI
	VISOKA	4	3	SREDNJI	3	SREDNJI	4	VELIKI	4	VELIKI	5	VRLO VELIKI
	IZRAZITO VISOKA	5	3	SREDNJI	4	VELIKI	4	VELIKI	5	VRLO VELIKI	5	VRLO VELIKI

Izvor podataka: Izrada autora prema „Upravljanje poslovnim rizicima“, (2014), Andrijanić I., Gregurek M., Merkaš Z., str. 73

<sup>72</sup> How to Measure Compliance Risk, <https://www.ncontracts.com/integrated-risk-blog/how-to-measure-compliance-risk>, (pristupljeno 12.8.2020.)

<sup>73</sup> Andrijanić I., Gregurek M., Merkaš Z. op. cit., str. 91.

<sup>74</sup> Pretorius D., (2014), *Beyond Play: A down-to-earth approach to governance, risk and compliance*, Kindle Edition, Vidi: Chapter 1 The Nature of risk, The commonalities of risk, Risk represents uncertainty, paragraf 4.



U tablici je naveden primjer matrice vjerojatnosti i konzekvence, kojom se mogu mjeriti pojedinačni identificirani rizici u društvu za upravljanje. Tablica se sastoji od vjerojatnosti i posljedica, a kao stupanj rangiranja odabrano je pet razina - od 1 do 5. Kombinacijom određenog stupnja vjerojatnosti i posljedice, u matičnom prikazu dobiva se razina rizika. Vrlo visoki rizik (crveno područje u tablici) trebao bi biti potpuno neprihvatljiv i društvo za upravljanje trebalo bi prestati sa svim aktivnostima koje uzrokuju ovaj stupanj rizika. Visoki rizik (narančasto područje u tablici) je neprihvatljiv ako se bez odgode ne poduzmu privremene mjere, pa je potrebno implementirati dodatne mjere u kratkom roku. Srednji rizik (žuto područje u tablici) je djelomično prihvatljiv, potrebno je implementirati dodatne mjere u srednjem roku. Mali rizik (plavo područje u tablici) je djelomično prihvatljiv na ovoj razini, potrebno implementirati dodatne mjere u dugom roku. Beznačajni rizik (zeleno područje u tablici) je prihvatljiv na trenutačnoj razini i nije potrebno implementirati dodatne mjere.

Svako društvo za upravljanje dužno je samostalno procijeniti koji raspon rizika predstavlja prihvatljiv rizik, kao i koja je to razina rizika koju društvo smatra neprihvatljivom. Skala prihvatljivosti rizika određuje se na temelju spremnosti društva za upravljanje da prihvati određeni stupanj rizika.

### 3.5.3. Nadziranje, provjeravanje

Nakon procjene rizika potrebno je provoditi nadzor, odnosno praćenje i kontrolu učinkovitosti navedenih rizika, kao i mjera za ublažavanje rizika. Izvješća o nadzoru trebaju sadržavati točne informacije o identificiranim rizicima, trebaju se pravovremeno izrađivati i dostavljati višem rukovodstvu.<sup>75</sup> „Funkcija praćenja usklađenosti treba nadzirati i provjeravati usklađenost obavljajući adekvatnu i reprezentativnu provjeru usklađenosti.“<sup>76</sup>

„Učinkovito praćenje i testiranje uključuje kontrolu kvalitete i osiguranje kvalitete, kao i identifikaciju kršenja propisa ili neusklađenosti s politikama i internim procedurama.“<sup>77</sup>

Dobro uspostavljeni sustavi praćenja i kontrola rizika, omogućuju društvu za upravljanje i samoj upravi neželjeno izlaganje riziku neusklađenosti.

---

<sup>75</sup> The Evolving Compliance Environment: Examination Focus Areas, SEC, <https://www.sec.gov/info/iaiccco/iaiccco-focusareas.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)

<sup>76</sup> Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str. 10.

<sup>77</sup> The Evolving Compliance Environment: Examination Focus Areas, SEC, <https://www.sec.gov/info/iaiccco/iaiccco-focusareas.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)

Osim samog društva odnosno funkcije praćenja usklađenosti, kontrolu rizika usklađenosti dužna je provjeriti i interna revizija. S obzirom na to da se radi također o kontrolnoj funkciji, u društvima za upravljanje potrebno je razdvojiti te dvije funkcije. „Rizik usklađenosti treba se uključiti u metodologiju funkcije unutarnje revizije za procjenu rizika te je potrebno utvrditi program revizije koji bi obuhvatio adekvatnost i djelotvornost funkcije praćenja usklađenosti, uključujući i provjeru postojećih kontrola u skladu s percipiranom razinom rizika.“<sup>78</sup>

#### *3.5.4. Izvještavanje*

„Funkcija praćenja usklađenosti treba redovito izvještavati više rukovodstvo o pitanjima koja se odnose na usklađenost, izvješća se prvenstveno trebaju odnositi na procjenu rizika usklađenosti koje su obavljene tijekom izvještajnog razdoblja, uključujući sve promjene u profilu rizika usklađenosti koje su zasnovane na relevantnim mjerenjima tih indikatora djelotvornosti, sadržavati kratke opise svih utvrđenih kršenja i/ili nedostataka te poduzete korektivne mjere.“<sup>79</sup> Izvještavanja višeg rukovodstva moraju biti redovita, u formi pisanih izvješća o usklađenosti, a najmanje jednom godišnje.

Pisana izvješća o usklađenosti moraju sadržavati sve poslovne procese koji sudjeluju u poslovanju društva. Izvješća prema višem rukovodstvu trebala bi se izrađivati i na „ad hoc“ osnovi, „ukoliko se otkriju značajni problemi u pogledu usklađenosti kao što je materijalno kršenje MIFID-A i odgovarajućih nacionalnih zahtjeva“<sup>80</sup>, funkcija praćenja usklađenosti dužna je u navedenom ad hoc izvještaju navesti i potrebne korektivne mjere.

#### *3.5.5. Savjetovanje i edukacija*

Funkcija praćenja usklađenosti dužna je redovito provoditi edukacije zaposlenika i višeg rukovodstva, ali i ispunjavati savjetodavne obveze o novoj regulativi. “Društvo treba osigurati da funkcija praćenja usklađenosti ispunjava svoje obveze savjetodavne odgovornosti koje obuhvaćaju: pružanje potpore za osposobljavanje osoblja, pružanje svakodnevne pomoći osoblju i sudjelovanje u uspostavi nove politike i postupaka u samom društvu.“<sup>81</sup>

---

<sup>78</sup> Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama, Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005.), str. 11

<sup>79</sup> Ibid., str. 10

<sup>80</sup> Prema: ESMA Smjernice o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti od 25.lipnja 2012., str.7

<sup>81</sup> ESMA Smjernice o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti od 25.lipnja 2012., str.8

Na razini društva potrebno je razviti jasne linije komunikacije između funkcije praćenja usklađenosti i zaposlenika.“ Više rukovodstvo trebalo bi potaknuti poslovne jedinice da se savjetuju s funkcijom praćenja usklađenosti u pogledu svih svojih aktivnosti“. <sup>82</sup>

Kontinuiranim edukacijama zaposlenika, osigurava se njihova osposobljenost u rješavanju pitanja usklađenosti na svakodnevnoj razini, a u tom dijelu funkcija praćenja usklađenosti ima glavnu ulogu. Osim toga, funkcija praćenja usklađenosti ima izraženu savjetodavnu ulogu u dijelu interpretacije novih regulatornih zahtjeva i u implementaciji najboljih poslovnih praksi u društvu.

---

<sup>82</sup> Ibid., str.9

## 4. PRIMJER USKLAĐENOSTI DRUŠTVA ZA UPRAVLJANJE S NOVOM UREDBOM O NOVČANIM FONDOVIMA

„Novčani fondovi su kratkoročni instrument upravljanja gotovinom i nude visoku razinu likvidnosti i diverzifikacije te stabilnu vrijednost uložene glavnice u kombinaciji s tržišno utemeljenim prinosom. Novčane fondove uglavnom upotrebljavaju korporacije koje žele kratkoročno uložiti višak gotovine. Stoga su novčani fondovi važna spona između ponude kratkoročnog novca i potražnje za njime.“<sup>83</sup> „Kako bi se očuvali integritet i stabilnost unutarnjeg tržišta“<sup>84</sup> te kako bi se zaštitili ulagatelji prilikom isplata, odnosno kako bi se osigurale isplate ulagateljima prilikom velikih tržišnih stresova, potrebno je utvrditi pravila za poslovanje novčanih fondova, a osobito za sastav portfelja novčanih fondova. Jedinstvena pravila za novčane fondove donesena su usvajanjem Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima (dalje: „Uredba o novčanim fondovima“). Društva za upravljanje koja upravljaju novčanim fondovima u cijeloj EU, dužna su uskladiti poslovanje novčanih fondova s novim pravilima, sukladno novoj zakonskoj regulativi.

### 4.5. Svrha i razlog donošenja Uredbe

Novčani fondovi, kao sudionik tržišta novca „osiguravaju kratkoročno financiranje financijskim institucijama, korporacijama i vladama. Financiranjem tih subjekata novčani fondovi pridonose financiranju gospodarstva Unije. Navedeni subjekti upotrebljavaju svoja ulaganja u novčane fondove kao učinkovit način za raspršivanje vlastitog kreditnog rizika i kreditne izloženosti umjesto da se oslanjaju isključivo na bankovne depozite.“<sup>85</sup>

„Za vrijeme financijske krize uvidjelo se nekoliko karakteristika novčanih fondova zbog kojih su osjetljivi kada postoje poteškoće na financijskim tržištima, te bi postojeći novčani fondovi mogli raspršivati ili povećavati rizike u cijelom financijskom sustavu. Kada cijene imovine u koju je novčani fond uložio počnu padati, posebice kod tržišnih stresova, novčani fond ne može uvijek ispuniti svoje obećanje i omogućiti trenutačnu isplatu uz očuvanje vrijednosti glavnice udjela ili dionice koje je izdao ulagateljima. Ta situacija, koja prema Odboru za financijsku stabilnost (FSB) i Međunarodnoj organizaciji komisija za vrijednosne

---

<sup>83</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, str1.

<sup>84</sup> Ibid., str. 2.

<sup>85</sup> Ibid., str. 2.

papire (IOSCO) može biti osobito ozbiljna za novčane fondove s nepromjenjivom ili stabilnom neto vrijednošću imovine, mogla bi dovesti do znatnih i iznenadnih zahtjeva za isplatu, što može uzrokovati šire makroekonomske posljedice.<sup>86</sup> Osim toga, veliki zahtjevi za isplatu mogu direktno utjecati na likvidnost novčanog fonda, jer je fond u takvim uvjetima prisiljen na prodaju određenog dijela svoje imovine, ali po nepovoljnim uvjetima na tržištu - odnosno po manjim cijenama.

Kako bi se očuvala stabilnost na tržištu, potrebno je donijeti jedinstvene propise i pravila za poslovanje novčanih fondova na razini cijele Europske unije. Takva jedinstvena pravila potrebna su upravo kako bi se osigurala isplate ulagateljima i u uvjetima velikih financijskih kriza. Osim toga „jedinstvena pravila potrebna su kako bi se osiguralo nesmetano funkcioniranje tržišta kratkoročnog financiranja za financijske institucije, korporativne izdavatelje kratkoročnih dužničkih financijskih instrumenata i vlade.“<sup>87</sup>

„Zajedničkim pravilima za novčane fondove koji su utvrđeni Uredbom nastoji se pružiti visoka razina zaštite za ulagatelje te spriječiti i smanjiti svaki potencijalni rizik od zaraze koji proizlazi iz mogućeg bijega ulagatelja iz novčanih fondova“<sup>88</sup> te se osigurava da se ne donose različite nacionalne mjere u pojedinim državama članicama. „Različiti zahtjevi za sastav portfelja, prihvatljivu imovinu i njezino dospijeće, likvidnost i diverzifikaciju te kreditnu kvalitetu izdavatelja i instrumenata tržišta novca dovode do razlika u razini zaštite ulagatelja jer su ulaganja novčanog fonda povezana s različitim razinama rizika.“<sup>89</sup> S obzirom na sve navedeno, uvodi se jedinstveni skup pravila, zbog osiguravanja stabilnosti financijskog tržišta na razini cijele Europske unije.

„Uredba o novčanim fondovima nadovezuje se na Direktivu 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća, koja čini pravni okvir kojim se uređuje osnivanje subjekata za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS), upravljanje i trgovanje njima u Uniji, te također na Direktivu 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća, koja čini pravni okvir kojim se uređuje osnivanje alternativnih investicijskih fondova (AIF-ovi), upravljanje i trgovanje njima u Uniji.“<sup>90</sup>

---

<sup>86</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, str. 2.

<sup>87</sup> Ibid., str. 1.

<sup>88</sup> Ibid., str. 2.

<sup>89</sup> Ibid., str. 2.

<sup>90</sup> Prema: Ibid., str. 2.

Nova pravila odnose se na, i dužni su ih primijeniti „svi subjekti za zajednička ulaganja koji imaju karakteristike novčanog fonda te UCITS i AIF čiji je cilj ponuditi prinose u skladu sa stopama na tržištu novca ili očuvati vrijednost ulaganja i koji te ciljeve nastoje ostvariti ulaganjem u kratkoročnu imovinu kao što su instrumenti tržišta novca, depoziti, obrnuti repo ugovori ili određeni ugovori o izvedenicama čija je jedina svrha zaštita od rizika povezanih s drugim ulaganjima fonda.“<sup>91</sup>

Uredbom o novčanim fondovima osigurat će se da se svi subjekti za zajednička ulaganja koja upravljaju novčanim fondovima, pridržavaju novih pravila i da svi fondovi koji nose naziv „novčani“ imaju iste karakteristike na području cijele Europske unije.

#### **4.6. Nove karakteristike novčanih fondova**

„Uredbom o novčanim fondovima uvele su se značajne promjene u radu i poslovanju novčanih fondova s ciljem:

- osiguranja veće razine zaštite za ulagatelje,
- ujednačavanja uvjeta poslovanja i razine zaštite ulagatelja u svim državama članicama EU,
- nastojanja smanjenja utjecaja tržišnih šokova na novčane fondove, što se primarno pokušava ostvariti kroz umanjenje rizika značajnih odljeva sredstava iz fondova, a koji se lako mogu proširiti na cijelo EU područje.“<sup>92</sup>

Osnovne karakteristike novčanih fondova sukladno Uredbi su sljedeće:

- odobrenje za rad
- zabrana naziva “novčani fond”
- vrste novčanih fondova
- prihvatljiva imovina fonda
- diverzifikacija
- kreditna kvaliteta imovine
- pravila vrednovanja
- transparentnost.

---

<sup>91</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, str. 3.

<sup>92</sup> HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/novčani-fondovi-mijenjaju-ime-i-strategiju-ulaganja-uslijed-primjene-uredbe-o-novčanim-fondovima/>,(pristupljeno 3.8.2020.)

Društva koja upravljaju fondovima koji imaju karakteristike novčanih fondova, ukoliko i dalje žele upravljati istima, utoliko su se dužna pridržavati novih jedinstvenih pravila o novčanim fondovima i ishoditi odobrenje za rad fonda od nadležnog tijela koje je dužno provjeriti je li subjekt ispunio sve obveze i pridržava li se pravila propisanih uredbom.

Naziv „novčani fond“ zabranjen je za sve fondove koji više nemaju karakteristike novčanih fondova i koji nisu uskladili poslovanje fonda s novom Uredbom o novčanim fondovima. „UCITS ili AIF ne smije upotrebljavati dvosmislen ili netočan naziv kojim bi se ukazivalo na to da je riječ o novčanom fondu ako nema odobrenje za rad kao novčani fond u skladu s ovom Uredbom. UCITS ili AIF ne smije imati karakteristike koje su u znatnoj mjeri slične novčanom fondu, osim ako ima odobrenje za rad kao novčani fond u skladu s Uredbom.“<sup>93</sup>

S obzirom na imovinu s različitim rasponom dospijeća, novčani su fondovi podijeljeni u dvije vrste: na kratkoročne novčane fondove i standardne novčane fondove.

Za svaku od spomenutih vrsta novčanih fondova, jasno je i detaljno propisana kategorija prihvatljive imovine i uvjeti pod kojima je imovina prihvatljiva.

Kako bi se zadovoljili zahtjevi za diverzifikaciju te kako bi se ograničilo prekomjerno preuzimanje rizika novčanih fondova, jasno su propisani postoci dozvoljenih ulaganja i ograničenja ulaganja prema pojedinoj vrsti imovine, prema pojedinim izdavateljima i drugim suprotnim stranama.

Novčani fondovi imaju obvezu ulaganja u prihvatljivu imovinu visoke kvalitete. „Upravitelj novčanog fonda uvodi, provodi i dosljedno primjenjuje razborit unutarnji postupak procjene kreditne kvalitete za određivanje kreditne kvalitete instrumenata tržišta novca, sekuritizacija i ABCP-ova, uzimajući u obzir izdavatelja instrumenta i karakteristike samog instrumenta, osigurava da su informacije koje se upotrebljavaju prilikom primjene unutarnjeg postupka procjene kreditne kvalitete dovoljno kvalitetne, ažurne i da potječu od pouzdanih izvora. Unutarnji postupak procjene temelji se na razboritim, sistematičnim i kontinuiranim metodologijama procjene. Metodologije koje se upotrebljavaju podliježu validaciji upravitelja novčanog fonda na temelju ranijeg iskustva i empirijskih dokaza, uključujući retroaktivno testiranje.“<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, čl. 6. st. 1.

<sup>94</sup> Ibid., čl. 19. st.1-3.

Uredbom su uvedena nova pravila vrednovanja novčanih fondova. Dosadašnje vrednovanje amortiziranim troškom više nije dozvoljeno, osim u pojedinim propisanim slučajevima. Imovina novčanog fonda vrednuje se po tržišnim vrijednostima kad god je to moguće, što znači: „vrednovanje pozicija po odmah dostupnim zaključnim cijenama pribavljenim od neovisnih izvora uključujući cijene s burza, elektroničkih kotacija ili kotacija više uglednih neovisnih brokera.“<sup>95</sup> Dopušteno je i vrednovanje po modelu: „vrednovanje po modelu znači svako vrednovanje na osnovi referentnih mjerila, procijenjeno ili na drugi način izračunano iz jednog ili više tržišnih podataka.“<sup>96</sup>

Radi transparentnosti prema ulagateljima, propisana su kontinuirana izvještavanja. Osim toga dodatno je propisano tjedno izvještavanje o raščlambi dospijuća portfelja, kreditnom profilu i o izvještavanju o pojedinostima vezanima za deset najvećih udjela u novčanom fondu.<sup>97</sup> „U svakom bi se dokumentu povezanom s trgovanjem trebalo jasno navesti da ulaganja u novčani fond nisu osigurana.“<sup>98</sup> Prije ulaganja u novčani fond, ulagateljima bi se trebale dati jasne informacije o vrsti novčanog fonda.

#### **4.7. Vrste novčanih fondova**

„Novčani fondovi sukladno novim pravilima osnivaju se kao jedna od sljedećih vrsta:

- novčani fond s promjenjivim NAV-om,
- novčani fond javnog duga s nepromjenjivim NAV-om,
- novčani fond s NAV-om niske volatilnosti.“<sup>99</sup>

„U odobrenju za rad novčanog fonda izričito se navodi kojoj od gore navedenih vrsta novčani fond pripada.“<sup>100</sup>

Novčani fond s promjenjivom neto vrijednošću imovine, ili novčani fond s promjenjivim NAV-om, znači novčani fond koji je usklađen s posebnim zahtjevima o vrednovanju, izračunu NAV-a i cijeni pri izdanju i isplati.<sup>101</sup>

---

<sup>95</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, čl. 2. tč.8

<sup>96</sup> Ibid., čl. 2. tč.9

<sup>97</sup> Prema Ibid., čl.36.

<sup>98</sup> Ibid., čl.36.

<sup>99</sup> Ibid., čl.3.

<sup>100</sup> Ibid., čl.3.

<sup>101</sup> Prema:Ibid., čl.2.



„Imovina novčanog fonda vrednuje se najmanje jednom dnevno, upotrebom vrednovanja po tržišnoj vrijednosti kad god je to moguće. Novčani fond izračunava NAV po udjelu ili dionici kao razliku između ukupnog iznosa sve imovine novčanog fonda i ukupnog iznosa obveza novčanog fonda vrednovanih u skladu s vrednovanjem po tržišnoj vrijednosti ili vrednovanjem po modelu, ili oboje, podijeljeno s brojem udjela ili dionica novčanog fonda. NAV po udjelu ili dionici zaokružuje se na najbliži osnovni bod ili njegovu protuvrijednost kada se NAV objavljuje u jedinici valute. NAV po udjelu ili dionici novčanog fonda izračunava se i objavljuje najmanje jedanput dnevno na javnom dijelu internetske stranice novčanog fonda.“<sup>102</sup> „Udjeli ili dionice novčanog fonda izdaju se ili isplaćuju po cijeni jednakoj NAV-u po udjelu ili dionici novčanog fonda, neovisno o dopuštenim naknadama ili troškovima navedenim u prospektu novčanog fonda.“<sup>103</sup>

„Novčani fond javnog duga s nepromjenjivom neto vrijednošću imovine ili novčani fond javnog duga s nepromjenjivim NAV-om znači novčani fond:

- koji nastoji održati nepromjenjivu neto vrijednost imovine (NAV) po udjelu ili dionici,
- kod kojeg se prihod fonda obračunava dnevno te se može isplatiti ulagatelju ili iskoristiti za kupnju više udjela ili dionica u fondu,
- kod kojeg se imovina općenito vrednuje prema metodi amortiziranog troška i kod kojeg se NAV zaokružuje na najbliži postotni bod ili njegovu protuvrijednost u valuti i
- koji ulaže barem 99,5 % svoje imovine u instrumente i obratne repo ugovore osigurane javnim dugom koje izdaju ili za koje jamče, odvojeno ili zajednički, Unija, nacionalne, regionalne i lokalne uprave država članica ili njihove središnje banke, Europska središnja banka, Europska investicijska banka, Europski investicijski fond, Europski stabilizacijski mehanizam, Europski fond za financijsku stabilnost, središnje tijelo ili središnja banka treće zemlje, Međunarodni monetarni fond, Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Razvojna banka Vijeća Europe, Europska banka za obnovu i razvoj, Banka za međunarodne namire ili neka druga relevantna međunarodna financijska institucija ili organizacija kojoj pripada jedna ili više država članica.“<sup>104</sup>

---

<sup>102</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, čl.29, 30 i 33.

<sup>103</sup> Ibid., čl.29, 30 i 33.

<sup>104</sup> Ibid., čl.17.

„Novčani fond s neto vrijednošću imovine niske volatilnosti ili novčani fond s NAV-om niske volatilnosti znači novčani fond koji je usklađen s posebnim zahtjevima o vrednovanju, izračunu NAV-a, cijeni izdanja i otkupa.“<sup>105</sup>

„Novčani fond s NAV-om niske volatilnosti izračunava nepromjenjivi NAV po udjelu ili dionici kao razliku između ukupnog iznosa sve svoje imovine vrednovane u skladu s metodom amortiziranog troška i ukupnog iznosa svih svojih obveza, podijeljeno s brojem preostalih udjela ili dionica novčanog fonda. Nepromjenjivi NAV po udjelu ili dionici novčanog fonda s NAV-om niske volatilnosti zaokružuje se na najbliži postotni bod ili njegovu protuvrijednost kada se nepromjenjivi NAV objavljuje u jedinici valute. Nepromjenjivi NAV po udjelu ili dionici novčanog fonda s NAV-om niske volatilnosti izračunava se najmanje jedanput dnevno. Razlika između nepromjenjivog NAV-a po udjelu ili dionici i NAV-a po udjelu ili dionici koji je izračunan kontinuirano se nadzire i svakodnevno objavljuje na javnom dijelu mrežne stranice novčanog fonda.“<sup>106</sup>

Osim navedenih vrsta novčanih fondova definirane su i dvije podvrste novčanih fondova, kratkoročni i standardni novčani fond. Uredbom su jasno propisane definicije navedenih fondova, kao i pravila prihvatljivog ulaganja navedenih fondova u instrumente tržišta novca i posebna pravila za portfelj.

#### **4.8. Prihvatljiva imovina i rizici novčanih fondova**

Novim pravilima strogo su propisane kategorije financijske imovine u koju novčani fondovi smiju ulagati.

Isključivo je dozvoljeno ulaganje u instrumente tržišta novca, prihvatljive sekuritizacije i komercijalne zapise osigurane imovine, depozite kod kreditnih institucija, izvedene financijske instrumente, repo ugovore koji ispunjavaju propisane uvjete i udjele, ili dionice drugih novčanih fondova.<sup>107</sup>

Novčanom fondu zabranjeno je obavljati:

- „kratku prodaju instrumenta tržišta novca, sekuritizacije, ABCP-ovi i udjeli ili dionice drugih novčanih fondova,

---

<sup>105</sup> Ibid., čl.2.

<sup>106</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, čl.32

<sup>107</sup> Ibid., čl. 8.

- izravnu ili neizravnu izloženost dionicama ili robi, uključujući preko izvedenica, certifikata koji ih predstavljaju, indeksa koji se na njima temelje ili bilo kojeg drugog sredstva ili instrumenta iz kojih proizlazi takva izloženost,
- sklapanje ugovora o pozajmljivanju vrijednosnih papira drugoj ugovornoj strani ili ugovora o pozajmljivanju vrijednosnih papira od druge ugovorne strane, ili bilo kojeg drugog ugovora kojim bi se teretila imovina novčanog fonda,
- uzajmljivanje i pozajmljivanje gotovine.“<sup>108</sup>

Kako bi fondovi u svakom trenutku mogli otkupiti udjele od ulagatelja u slučaju određenih stresova na tržištu, strogo su propisani uvjeti za održavanje likvidnosti za kratkoročni i standardni novčani fond.

„Kod kratkoročnog novčanog fonda WAM njegova portfelja u svakom trenutku treba iznositi najviše 60 dana, a WAL u svakom trenutku treba iznositi najviše 120 dana.“<sup>109</sup>

„Kada je riječ o novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti i novčanim fondovima javnog duga s nepromjenjivim NAV-om, najmanje 10 % njihove imovine treba se sastojati od imovine koja dospijeva dnevno, obratnih repo ugovora koje se može raskinuti uz otkazni rok od jednog radnog dana ili gotovine koju se može povući uz otkazni rok od jednog radnog dana. Novčani fond s NAV-om niske volatilnosti ili novčani fond javnog duga s nepromjenjivim NAV-om ne smije steći nikakvu imovinu osim imovine koja dospijeva dnevno ako bi tim stjecanjem taj novčani fond uložio manje od 10 % svojeg portfelja u imovinu koja dospijeva dnevno, kada je riječ o kratkoročnom novčanom fondu s promjenjivim NAV-om, najmanje 7,5 % njegove imovine treba se sastojati od imovine koja dospijeva dnevno, obratnih repo ugovora koje se može raskinuti uz otkazni rok od jednog radnog dana ili gotovine koju se može povući uz otkazni rok od jednog radnog dana. Kratkoročni novčani fond s promjenjivim NAV-om ne smije steći nikakvu imovinu osim imovine koja dospijeva dnevno ako bi tim stjecanjem taj novčani fond uložio manje od 7,5 % svojeg portfelja u imovinu koja dospijeva dnevno, kada je riječ o novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti i novčanim fondovima javnog duga s nepromjenjivim NAV-om, najmanje 30 % njihove imovine treba se sastojati od imovine koja dospijeva tjedno, obratnih repo ugovora koje se može raskinuti uz otkazni rok od pet radnih dana ili gotovine koju se može povući uz otkazni rok od pet radnih dana. Novčani fond s NAV-om niske volatilnosti ili novčani fond javnog duga s

---

<sup>108</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, čl.9.

<sup>109</sup> Ibid., čl.24.

nepromjenjivim NAV-om ne smije steći nikakvu imovinu osim imovine koja dospijeva tjedno ako bi tim stjecanjem taj novčani fond uložio manje od 30 % svojeg portfelja u imovinu koja dospijeva tjedno, kada je riječ o kratkoročnom novčanom fondu s promjenjivim NAV-om, najmanje 15 % njegove imovine treba se sastojati od imovine koja dospijeva tjedno, obratnih repo ugovora koje se može raskinuti uz otkazni rok od pet radnih dana ili gotovine koju se može povući uz otkazni rok od pet radnih dana. Kratkoročni novčani fond s promjenjivim NAV-om ne smije steći nikakvu imovinu osim imovine koja dospijeva tjedno ako bi time taj novčani fond uložio manje od 15 % svojeg portfelja u imovinu koja dospijeva tjedno.“<sup>110</sup>

„Kod standardnog novčanog fonda WAM njegova portfelja u svakom trenutku treba iznositi najviše šest mjeseci, a WAL u svakom trenutku treba iznositi najviše 12 mjeseci, najmanje 7,5 % njegove imovine treba se sastojati od imovine koja dospijeva dnevno, obratnih repo ugovora koje se može raskinuti uz otkazni rok od jednog radnog dana ili gotovine koju se može povući uz otkazni rok od jednog radnog dana. Standardni novčani fond ne smiju steći nikakvu imovinu osim imovine koja dospijeva dnevno ako bi time taj novčani fond uložio manje od 7,5 % svojeg portfelja u imovinu koja dospijeva dnevno, najmanje 15 % njegove imovine treba se sastojati od imovine koja dospijeva tjedno, obratnih repo ugovora koje se može raskinuti uz otkazni rok od pet radnih dana ili gotovine koju se može povući uz otkazni rok od pet radnih dana. Standardni novčani fond ne smije steći nikakvu imovinu osim imovine koja dospijeva tjedno ako bi time taj novčani fond uložio manje od 15 % svojeg portfelja u imovinu koja dospijeva tjedno.“<sup>111</sup>

Nova pravila daleko se razlikuju od dosadašnjih i imaju velik utjecaj na poslovanje novčanih fondova, posebno u RH. Način usklade društava za upravljanje novčanim fondovima u RH i utjecaj navedenih promjena u poslovanju novčanih fondova nalazi se u nastavku ovog rada.

#### **4.9. Obveze društva za upravljanje i način usklade društava u RH**

Društva za upravljanje novčanim fondovima do stupanja na snagu Uredbe o novčanim fondovima bila su dužna donijeti odluku o daljnjem nastavku upravljanja novčanim fondovima i uskladiti se sa zahtjevnom zakonskom regulativom ili prenamijeniti novčane fondove u neku drugu vrstu investicijskih fondova, što je značilo promjenu strategije ulaganja i nastavak

---

<sup>110</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, čl.24.

<sup>111</sup> Ibid., čl.25.

poslovanja kao „ne-novčani fond“. Za društva za upravljanje novčanim fondovima, navedena odluka nosila je velik rizik zbog potencijalnog gubitka postojećih klijenata, kao što su banke i druge financijske institucije koje su koristile novčane fondove za kratkoročno ulaganje viška gotovine. Svakako je postojao opravdan strah da će društva za upravljanje izgubiti dio svoje imovine koju su korporativni klijenti imali u portfeljima novčanih fondova, ali zbog kompleksnosti novih pravila, od novog načina vrednovanja do strogih pravila ulaganja u portfelj novčanih fondova, većina društava za upravljanje morala je donijeti odluku o prekidu upravljanja novčanim fondovima.

Svi novčani fondovi koji su donijeli odluku o promjeni vrste fonda u kratkoročni obveznički fond, promijenili su naziv svojih fondova do 21. srpnja 2018. godine. Naziv fondova, društva su promijenila u svim dokumentima navedenih fondova te u promidžbenim materijalima. Obavijest o promjeni naziva novčanih fondova, društva za upravljanje objavila su na svojim mrežnim stranicama. Obavijest je sadržavala sve bitne informacije za ulagatelje, kao što je razlog promjene naziva fonda i informaciju da će se u dogledno vrijeme promijeniti i strategija ulaganja fonda, nakon odobrenja HANFA-e, te da će društva o istome obavijestiti ulagatelje i postupiti sukladno zakonskim propisima.

Kako je objavila HANFA 8.3.2019. godine, od ukupno 21 novčanog fonda, a kojima upravlja 12 društava za upravljanje u RH, njih 19 nastavilo je svoje poslovanje u kategoriji kratkoročnih obvezničkih fondova - jedan u kategoriji ostalo, a za samo jedan fond podnesen je zahtjev za nastavak poslovanja u kategoriji novčanih fondova.<sup>112</sup>

U nastavku ovog rada obrađen je dio koji se odnosi na konkretno upravljanje rizikom neusklađenosti s Uredbom o novčanim fondovima u društvu za upravljanje.

#### **4.10. Upravljanje rizikom neusklađenosti**

„Uredba o novčanim fondovima u cijelosti je obvezujuća i izravno se primjenjuje u svim državama članicama EU te propisuje dodatne i strože zahtjeve za novčane fondove.“<sup>113</sup>  
„Primjena Uredbe ima za cilj osigurati veću razinu zaštite za ulagatelje, ujednačiti uvjete

---

<sup>112</sup> Prema: HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/ve%C4%87ina-nov%C4%8Danih-fondova-postaju-kratkoro%C4%8Dni-obvezni%C4%8Dki-fondovi/>, (pristupljeno 10.8.2020.)

<sup>113</sup> HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/ve%C4%87ina-nov%C4%8Danih-fondova-postaju-kratkoro%C4%8Dni-obvezni%C4%8Dki-fondovi/>, (pristupljeno 10.8.2020.)

poslovanja i razinu njihove zaštite u svim državama članicama EU-a te smanjiti utjecaj tržišnih šokova na novčane fondove.“<sup>114</sup>

Uredba „propisuje dodatne i strože zahtjeve za novčane fondove i to prvenstveno u odnosu na investicijsku politiku i vrednovanje imovine.“<sup>115</sup> „Uvedena su nova pravila, poput klasa imovine u koje je novčanim fondovima dozvoljeno ulagati, uvedene su nove diverzifikacije i koncentracije za održavanje likvidnosti novčanih fondova, kako bi bili spremni odgovoriti iznenadnim, odnosno visokim zahtjevima za otkup udjela u slučaju *stresa na tržištu*. Uredbom su propisani strogi zahtjevi za diversificiranjem portfelja novčanih fondova, sve s ciljem smanjenja rizika.“<sup>116</sup>

Zbog nemogućnosti primjene većine odredbi propisanih Uredbom o novčanim fondovima, donesene su odluke o nastavku rada fondova pod drugom kategorijom, odnosno vrstom fonda.

Naime u RH ne postoji tržište financijskih instrumenata koje bi omogućilo društvima za upravljanje ulaganje u portfelj novčanih fondova sukladno uredbi, te zbog drugih okolnosti, kao što je novi način vrednovanja instrumenata tržišta novca po tržišnim uvjetima. Sve to dovelo je do usklađivanja društava za upravljanje s Uredbom o novčanim fondovima, na način da se promijeni vrsta fonda u „ne-novčani fond“. Većina društava je nastavila poslovanje kao kratkoročni obveznički fond. Kako je propisano Uredbom o novčanim fondovima, naziv novčani fond smije se koristiti samo ako se radi o novčanom fondu i ako je Agencija izdala odobrenje. „UCITS ili AIF upotrebljava naziv *novčani fond* za sebe ili za udjele ili dionice koje izdaje samo ako UCITS ili AIF ima odobrenje za rad u skladu s Uredbom. UCITS ili AIF ne smije upotrebljavati dvosmislen ili netočan naziv kojim bi se ukazivalo na to da je riječ o novčanom fondu ako nema odobrenje za rad kao novčani fond u skladu s Uredbom.“<sup>117</sup>

Društva su prvo promijenila naziv svojih fondova, kao i vrstu samog fonda u prospektima fondova, promjena je izvršena u svim promidžbenim materijalima, izvješćima i svim drugim dokumentima sukladno odredbama Uredbe o novčanim fondovima. O promjeni naziva društva su na svojim mrežnim stranicama obavijestila i ulagatelje.

---

<sup>114</sup> HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/ve%C4%87ina-nov%C4%8Danih-fondova-postaju-kratkoro%C4%8Dni-obvezni%C4%8Dki-fondovi/>, (pristupljeno 10.8.2020.)

<sup>115</sup> HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/ve%C4%87ina-nov%C4%8Danih-fondova-postaju-kratkoro%C4%8Dni-obvezni%C4%8Dki-fondovi/>, (pristupljeno 10.8.2020.)

<sup>116</sup> HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/ve%C4%87ina-nov%C4%8Danih-fondova-postaju-kratkoro%C4%8Dni-obvezni%C4%8Dki-fondovi/>, (pristupljeno 10.8.2020.)

<sup>117</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, čl.6

Kako bi se u potpunosti uskladila, društva su bila dužna podnijeti zahtjev Agenciji za bitne promjene prospekata navedenih fondova, jer promjena kategorije fonda ujedno znači i promjenu ulagačke strategije, što po Zakonu o investicijskim fondovima predstavlja bitnu promjenu prospekta, a za istu je potrebno odobrenje Agencije.<sup>118</sup>

Nakon odobrenja Agencije za izmijene i dopune strategije ulaganja navedenih fondova, društva za upravljanje bila su dužna obavijestiti ulagatelje i obavijest o bitnim promjenama prospekata navedenih fondova „objaviti na svojim internetskim stranicama odmah po zaprimanju odobrenja Agencije.“<sup>119</sup> „Istekom roka od 40 dana od dana objave, sve bitne promjene prospekta stupile su na snagu. U tom razdoblju od 40 dana ulagatelji su imali pravo povući svoje ulaganje, odnosno udjele bez plaćanja izlazne naknade.“<sup>120</sup>

Nakon što su društva za upravljanje dobila odobrenje, nastavila su upravljati novom vrstom fonda i na taj su se način uskladila s Uredbom o novčanim fondovima.

Samo je jedno društvo za upravljanje u RH (ALTA Skladi d.d.) za fond „ALTA MULTICASH“ podnijelo zahtjev Agenciji za nastavak poslovanja u kategoriji novčanih fondova.

---

<sup>118</sup> Prema: Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.192

<sup>119</sup> Prema: Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.192

<sup>120</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.193

## **5. ZNAČAJNOST EFIKASNOG SUSTAVA UPRAVLJANJA RIZIKOM NEUSKLAĐENOSTI I UTJECAJ OČEKIVANIH PRINOSA NA KRETANJE NETO IMOVINE NOVČANIH FONDOVA**

„Društvo za upravljanje dužno je uspostaviti djelotvoran i učinkovit sustav upravljanja rizicima“,<sup>121</sup> kako bi se pravovremeno i u potpunosti prepoznali svi rizici, pa tako i rizik neusklađenosti. Koliki je značaj takvog sustava i koje su prednosti efikasnog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti, opisano je u nastavku ovog rada.

Društvo osim rizika neusklađenosti treba upravljati i kamatnim rizikom, a važnost navedenog rizika vidljiva je u utjecaju kamata na prinos i kretanje neto imovine novčanih fondova.

### **5.5. Utjecaj kamata na kretanje neto imovine novčanih fondova**

„Na tržištu novca kamata se pojavljuje kao cijena uporabe tuđeg novca u nekom vremenu.“<sup>122</sup> Promjene kamatnih stopa uzrokuju lančane reakcije u gospodarstvu, većina država je mala i otvorena, pa ne mogu bitno utjecati na kamatne stope. Takozvani međunarodni šokovi utječu na kamatne stope u cijelom svijetu.<sup>123</sup> Promjene kamatnih stopa imaju direktan utjecaj na cijelo financijsko tržište, „povećanje kamatnih stopa dovodi do pada cijena imovina kao što su dionice, obveznice i nekretnine“<sup>124</sup>, dok smanjenje kamatnih stopa dovodi do pada cijena na tržištu novca.

„Trgovanje na tržištu novca odvija se uz minimalan rizik, jer se radi o visoko-likvidnim financijskim instrumentima, što za potencijalnog investitora predstavlja relativno visoku sigurnost ulaganja.“<sup>125</sup> Novčani su fondovi trajno izloženi novčanom tržištu, a tri osnovna tržišna segmenta tržišta novca su kratkoročni vrijednosni papiri, tržište kratkoročnih kredita i međubankarsko tržište novca.<sup>126</sup>

---

<sup>121</sup> Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19), čl.56

<sup>122</sup> Polovina S., Medić Š.Đ.,(2002.), Osnove ekonomije, Medinek, Zagreb, str. 349

<sup>123</sup> Prema:HUB, Analiza, 2019., [https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/hub\\_analize\\_broj\\_18\\_-\\_kamatne\\_stope.pdf](https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/hub_analize_broj_18_-_kamatne_stope.pdf), str. 4., (preuzeto 13.8.2020.)

<sup>124</sup> HUB, Analiza, 2019., [https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/hub\\_analize\\_broj\\_18\\_-\\_kamatne\\_stope.pdf](https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/hub_analize_broj_18_-_kamatne_stope.pdf), str.4., (preuzeto 13.8.2020.)

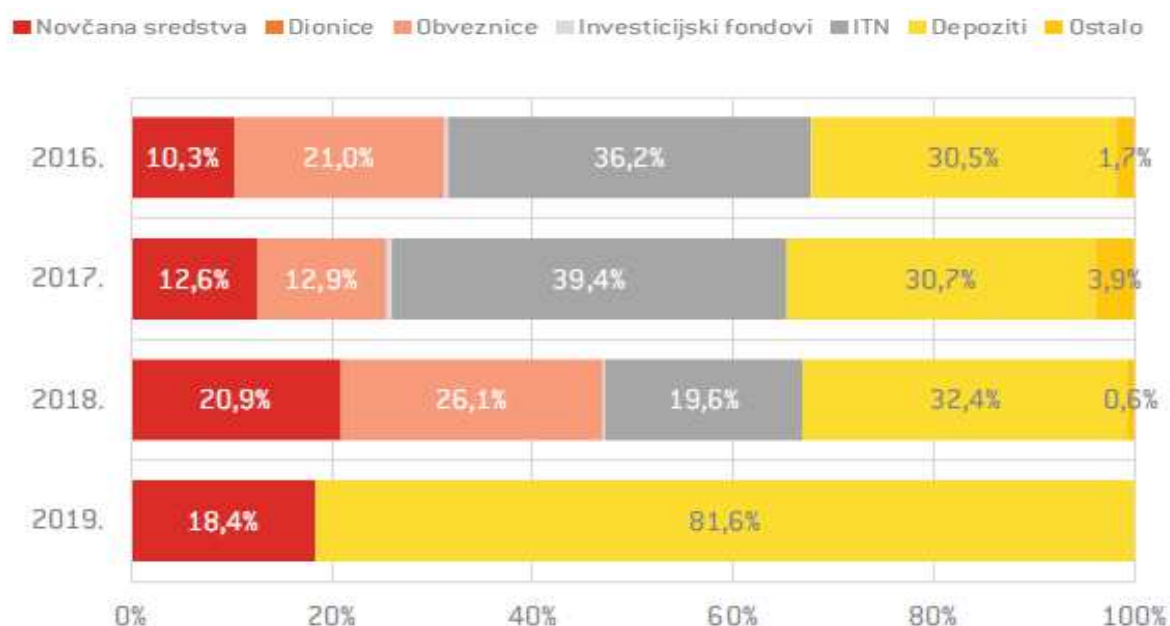
<sup>125</sup> Prema: Klačmer Čalopa M., Cingula M., op.cit., str. 21

<sup>126</sup> Klačmer Čalopa M., Cingula M., op.cit., str. 21



„Rast vrijednosti imovine novčanog fonda je polagan, ali kontinuiran, dok oscilacija vrijednosti udjela praktički niti nema, upravo zbog ulaganja na niskorizičnom novčanom tržištu. Cilj novčanih fondova je zaštititi ulaganje od tržišnih oscilacija, te osigurati sigurnost i visoku likvidnost uloga uz stalan rast vrijednosti uloga, odnosno stabilan prinos. Prinos novčanih fondova u pravilu je veći od kamata na štednju po viđenju, a klijenti novčane fondove najviše koriste kao način kratkoročnog plasmana viška novca.“<sup>127</sup>

Slika 3 Struktura imovine novčanih fondova



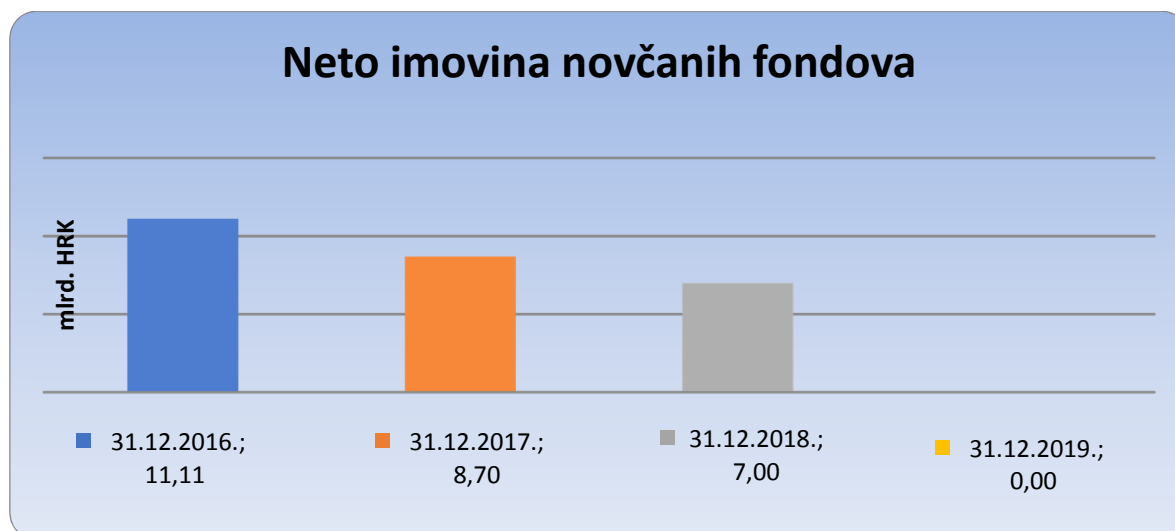
Izvor: HANFA, Godišnje izvješće 2019.g., <https://www.hanfa.hr>, (preuzeto 7.8.2020.)

Iz prikaza strukture imovine novčanih fondova od 2016. godine do 2019. godine, može se zaključiti da najveći udio u imovini zauzimaju instrumenti tržišta novca, potom depoziti te obveznice i novčana sredstva. U 2016. godini instrumenti tržišta novca zauzimali su 36,2%, depoziti 30,5%, obveznice 21%, novčana sredstva bila su 10,3%. U 2017. godini instrumenti tržišta novca zauzimali su 39,4%, depoziti 30,7%, obveznice 12,9%, novčana sredstva bila su 12,6%. U 2018. godini instrumenti tržišta novca zauzimali su 26,1%, depoziti 19,6%, obveznice 26,1%, novčana sredstva bila su 20,9%. U 2019. većina novčanih fondova prestala

<sup>127</sup> ZB INVEST, <http://www.zbi.hr/home/mzbi/osnovne-vrste-investicijskih-fondova/hr/> (pristupljeno 3.8.2020.)

je s radom u HR, struktura jednog novčanog fonda bila je 81,6% depozita te 18,4% novčanih sredstava.

Slika 4 Neto imovina novčanih fondova u periodu od 2016. do 2019. godine



Izvor podataka: HANFA, Statistika Neto imovina investicijskih fondova, <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/> (pristupljeno 8.8.2020.)

Iz prikaza neto imovine novčanih fondova u periodu od 2016. do 2019. godine jasno se vidi pad imovine novčanih fondova. Imovina na 31.12.2016. godine, iznosila je 11,11 mlrd HRK, na 31.12.2017. godine 8,7 mlrd HRK, na 31.12.2018. godine 7,0 mlrd HRK, dok je na 31.12.2019. bila ispod milijardu HRK, jer je sredinom 2018. godine stupila na snagu Uredba o novčanim fondovima i većina društava za ulaganje nije nastavila poslovati kao „novčani fond“, već su promijenili vrstu fonda u „kratkoročni obveznički fond“.

Na koji način su kamatne stope utjecale na pad neto imovine novčanih fondova pojašnjeno je u nastavku ovog rada.

#### 5.5.4. Niske kamatne stope

Kamatne stope su već dugi niz godina na niskim razinama od izbivanja Velike financijske krize. „Središnje banke najvećih svjetskih gospodarstava – SAD-a, europskog područja i Japana – reagirale su iznimno akomodativnim monetarnim politikama, spuštanjem referentnih kamatnih stopa na nultu razinu ili čak ispod nje, kao i politikama kvantitativnog popuštanja i kreiranja visoke likvidnosti. Kao rezultat tih politika, globalne kamatne stope zadržavaju se na povijesno niskim razinama.“<sup>128</sup>

Niske kamatne stope imaju velik utjecaj na banke, ali i na samu financijsku stabilnost, „niske kamatne stope tijekom dužeg razdoblja, poglavito ako su praćene slabim gospodarskim rastom, mogu stvoriti pritiske na profitabilnost i solventnost institucija koje nude zajamčene prinose tijekom dugog razdoblja. Izvan bankovnog sustava, niske kamatne stope mogu učiniti neodrživima tradicionalne proizvode osiguravatelja i mirovinskih fondova sa zajamčenim prinosom. Dokazi upućuju na to da sektori osiguranja i mirovina već prelaze s poslovnih modela zajamčenih prinosa na poslovne modele vezane uz jedinice radi smanjenja dugoročnih zajamčenih obveza. Zbog toga financijski sektor smanjuje davanje dugoročnijih zajamčenih prinosa. Nadalje, okružje niskih kamatnih stopa također može pridonijeti padu neto kamatnog prihoda banaka, posebice smanjenjem neto kamatnih marža jer pasivne kamatne stope mogu biti ograničene efektivnom donjom granicom, te smanjiti profitabilnost. Iako je neto kamatni prihod dominantan izvor prihoda za većinu banaka, drugi činitelji, kao što su prihod od naknada i provizija ili relativna troškovna učinkovitost među bankama, također utječu na profitabilnost banaka.“<sup>129</sup>

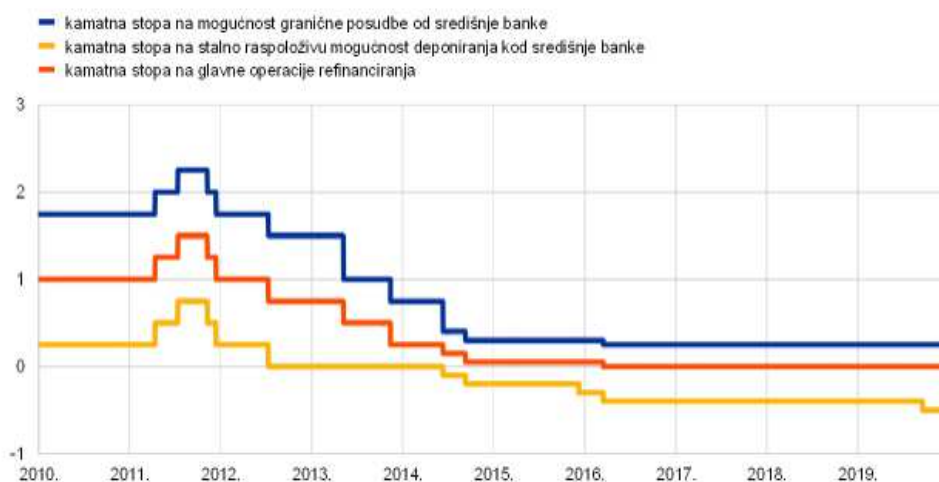
Kamatne stope dosegle su i svoje negativne vrijednosti, što je dosad nezabilježeno, a rezultat je to nepredvidivog ponašanja vodećih središnjih banaka.

---

<sup>128</sup> HNB, Razdoblje niskih kamatnih stopa, [https://www.hnb.hr/documents/20182/2067713/h-govor-Vujcic\\_7-12-2017.pdf/837964fe-9e30-456a-bed2-29a1ed71b005](https://www.hnb.hr/documents/20182/2067713/h-govor-Vujcic_7-12-2017.pdf/837964fe-9e30-456a-bed2-29a1ed71b005), (preuzeto 1.8.2020.)

<sup>129</sup> Godišnje izvješće ECB, 2016., [https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2016.hr.html#IDofChapter1\\_1\\_1](https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2016.hr.html#IDofChapter1_1_1), (preuzeto 2.8.2020.)

Slika 5 Kamatne stope ESB



Izvor ECB, Annual Report 2019, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.hr.html>, (preuzeto 8.8.2020.)

Kako je vidljivo iz prikaza kamatnih stopa koje je objavila Europska središnja banka u izvještaju za 2019. godinu, u periodu od 2010. do 2019. godine kamatne stope su u konstantnom padu, te su dosegle i negativne vrijednosti na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnjih banaka.

Tablica 2 Kamatne stope ostvarene u trgovini depozitima na međubankovnom tržištu

Godina	Mjesec	O/N	T/N	S/N	Do opoziva	2 – 6 dana	1 tj.	2 tj.	1 mj.	3 mj.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003.		3,12	3,35	2,80	3,39	3,42	3,58	3,76	4,14	4,91
2004.		4,98	4,94	4,67	5,66	4,85	5,37	5,82	5,88	6,35
2005.		2,97	4,45	4,91	4,27	3,52	3,69	4,20	4,57	5,33
2006.		2,36	2,37	2,30	2,82	2,31	2,77	2,68	3,36	3,81
2007.		4,97	5,30	4,91	4,00	5,45	5,51	5,59	5,87	5,86
2008.		5,86	5,64	4,79	–	5,22	6,59	6,50	6,88	7,38
2009.		7,22	6,97	6,30	6,50	7,76	7,79	8,53	8,98	9,31
2010.		0,89	1,23	1,25	–	1,16	1,23	1,82	1,74	2,92
2011.		0,86	0,98	1,92	–	0,89	1,22	1,46	2,25	3,31
2012.		1,09	1,67	1,37	–	1,09	1,38	2,20	1,75	3,79
2013.		0,37	0,33	1,00	–	0,73	1,01	0,63	1,02	2,36
2014.		0,34	0,36	0,83	–	0,48	0,54	0,57	0,79	0,95
2015.		0,44	1,19	–	–	0,47	0,68	0,85	0,81	1,17
2016.		0,33	0,60	–	–	0,34	0,32	0,46	–	0,81
2017.		0,10	–	–	–	0,10	0,04	0,13	–	–

2018.	0,11	-	-	-	0,14	0,06	0,00	0,00	0,29
2019.	0,03	-	-	-	0,40	0,33	0,45	0,00	-

Izvor: Statistički izvještaj HNB-a, „Kamatne stope ostvarene u trgovini depozitima na međubankovnom tržištu“, <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/novcano-trziste> (preuzeto 7.8.2020.)

U tablici su prikazani „vagani mjesečni prosjeci kamatnih stopa ostvarenih u izravnoj međusobnoj trgovini depozitima kreditnih institucija u pojedinoj godini u RH. Kamatne stope detaljnije su podijeljene prema roku dospijeća: u stupcu 3 – O/N (prekonočno dospijeće), to jest odobrenje sredstava obavlja se na dan zaključivanja transakcije, a povrat sredstava sljedećega radnog dana, u stupcu 4 – T/N (*TOM/NEXT*), to jest odobrenje sredstava obavlja se prvi radni dan nakon dana zaključivanja transakcije, a povrat sredstava sljedećega radnog dana, u stupcu 5 – S/N (*SPOT/NEXT*), to jest odobrenje sredstava obavlja se drugi radni dan nakon dana zaključivanja transakcije, a povrat sredstava sljedećega radnog dana, u stupcu 6 dospijeće do opoziva, u stupcu 7 dospijeće 2 do 6 dana, zatim u sljedećim stupcima: 1 tjedan, 2 tjedna, 1 mjesec te 3 mjeseca.“<sup>130</sup> Vidljivo je da su kamate bile u stalnom padu - u 2016. godini kamata za prekonočni depozit iznosila je 0,33%, u 2017. godini 0,10%, u 2018. godini 0,11% dok u 2019. godini iznosi samo 0,03%.

*Tablica 3 Kamatne stope na trezorske zapise RH*

Godina	Mjesec	Izdani u HRK			Izdani uz valutnu klauzulu u EUR		Izdani u EUR		
		3 mj.	6 mj.	12 mj.	3 mj.	12 mj.	12 mj.	15 mj.	18 mj.
1996.		12,13	-	-	-	-	-	-	-
1997.		10,72	10,53	-	-	-	-	-	-
1998.		10,45	10,76	-	-	-	-	-	-
1999.		11,50	-	-	-	-	-	-	-
2000.		9,97	9,43	-	-	-	-	-	-
2001.		6,18	7,01	-	-	-	-	-	-
2002.		2,66	3,45	3,77	-	-	-	-	-
2003.		3,41	4,31	4,80	-	-	-	-	-
2004.		4,64	5,74	6,38	-	-	-	-	-
2005.		3,96	4,65	4,99	-	-	-	-	-
2006.		3,07	3,37	3,87	-	-	-	-	-
2007.		3,29	3,49	4,08	-	-	-	-	-
2008.		4,39	5,24	5,98	-	7,95	-	-	-

<sup>130</sup> HNB, Statistički izvještaj, <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/novcano-trziste> (pristupljeno 7.8.2020.)

2009.	6,95	7,25	7,52	-	7,09	-	-	-
2010.	2,19	3,28	4,01	-	3,37	-	-	-
2011.	2,60	3,53	3,91	3,76	3,46	-	-	-
2012.	2,74	3,59	3,93	2,71	3,26	4,85	-	5,25
2013.	0,97	1,70	2,54	0,64	1,38	-	-	5,00
2014.	0,49	0,99	1,86	0,38	0,51	-	-	-
2015.	0,36	0,50	1,50	0,23	0,40	-	-	1,95
2016.	0,40	0,43	0,95	0,20	0,24	-	0,70	-
2017.	0,20	0,27	0,41	-	0,02	-	0,10	-
2018.	-	0,06	0,09	-	0,00	-	-	-
2019.	0,03	0,06	0,08	-	-0,03	-	0,00	-

Izvor: Statistički izvještaj HNB-a, „Kamatne stope na trezorske zapise“, <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/opca-drzava/dug-opce-drzave> (preuzeto 9.8.2020.)

U tablici su prikazani „vagani mjesečni prosjeci dnevnih kamatnih stopa ostvarenih na aukcijama trezorskih zapisa Ministarstva financija Republike Hrvatske. Dnevne kamatne stope odgovaraju ostvarenom jedinstvenom prinosu pri izdavanju na aukcijama trezorskih zapisa Ministarstva financija. Godišnji prosjeci jesu obični prosjek vaganih mjesečnih prosjeka. Vagani mjesečni prosjeci dnevnih kamatnih stopa izračunavaju se zasebno za trezorske zapise izdane u kunama i za trezorske zapise izdane s valutnom klauzulom u eurima te posebno za svako ugovoreno izvorno dospjeće (91 dan, 182 ili 364 dana).“<sup>131</sup> Vidljivo je da su kamate bile u stalnom padu, u 2016. godini kamata za trezorske zapise u kunama za dospjeće od 364 dana iznosila je 0,95%, u 2017. godini 0,41%, u 2018. godini 0,09%, dok u 2019. godini iznosi samo 0,08%. Kamate na trezorske zapise uz valutnu klauzulu za dospjeće od 364 dana u 2016. godini su 0,24%, u 2017. godini 0,02%, u 2018. godini 0,00%, dok je u 2019. godini kamata bila negativna i iznosila -0,03%.

„Novčani fondovi namijenjeni su ulagateljima koji žele uložiti u niskorizične financijske instrumente, te su osmišljeni kao instrument očuvanja vrijednosti uložениh sredstava, ali i sa svrhom ostvarenja prinosa u skladu s preuzetim niskim rizikom.“<sup>132</sup> Prinosi novčanih fondova veći su od kamata na depozite, ali niske kamatne stope imale su utjecaj i na novčane fondove, kako je vidljivo iz Slike 3., novčani fondovi u strukturi imaju oko 30% portfelja u depozitima i preko 35% u instrumentima tržišta novca, a kamatne stope na depozite i trezorske zapise niske su već godinama, kako je vidljivo iz Slike 6., te su dosegle i negativne vrijednosti. Kako zbog navedenih razloga novčani fondovi nisu uspjeli ostvarivati prinose kao

<sup>131</sup> HNB, Statistički izvještaj, <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/novcano-trziste> (pristupljeno 7.8.2020.)

<sup>132</sup> RBA Invest, <https://www.rbainvest.hr/zelim-ulagati/svijet-investicijskih-fondova>, (pristupljeno 3.8.2020.)

u prijašnjim godinama, gdje se moglo zaraditi 0,5% do 1% više prinosa ulaganjem u investicijske fondove tržišta novca, nego polaganjem svog novca u banku<sup>133</sup>, tako ulagatelji više ne ulažu svoja sredstva u novčane fondove. Imovina novčanih fondova kontinuirano se smanjuje u posljednje četiri godine, te je u periodu od 2016. do 2019. godine pala s 11 milijardi na 7 milijardi, kako je prikazano na Slici 4. Ulagatelji nisu zadovoljni s niskim prinosima, pa su svoja sredstva preusmjerili u druge, malo rizičnije fondove, što je obrađeno u sljedećem dijelu ovog rada.

### 5.6. Utjecaj očekivanih prinosa investitora na dinamiku kretanja neto imovine novčanih fondova

„Prinos je porast ili pad vrijednosti imovine u određenom razdoblju koji pokazuje dobit ili gubitak u odnosu na početno ulaganje.“<sup>134</sup> Svi ulagatelji u novčane fondove očekuju prinose sukladno prospektu samih fondova, odnosno sukladno strategiji ulaganja i rizicima samog fonda. Ulagatelji u novčane fondove su - osim kvalificiranih ulagatelja, odnosno osim banaka, osiguravajućih društava, mirovinskih fondova, ostalih financijskih institucija - i mali ulagatelji.

„Investicijski fondovi tržišta novca akumuliraju sredstva mnogih malih ulagača i kupuju instrumente tržišta novca. Prinosi od instrumenata prosljeđuju se ulagačima.“<sup>135</sup> Jasno je da svi ulagatelji u novčane fondove očekuju veće prinose od oročenih depozita, ali dugogodišnje niske kamatne stope utjecale su i na pad prinosa novčanih fondova što je dovelo do smanjenja neto imovine novčanih fondova.

Tablica 4 Prinosi novčanih fondova (ZB Novčanog fonda, HPB Novčanog fonda i PBZ Novčanog fonda)

Godina	ZB Novčani fond	HPB Novčani fond	PBZ Novčani fond
2018.	0,05	0,02	-0,06
2017.	0,05	0,10	0,04
2016.	0,38	0,39	0,28
2015.	0,57	0,72	0,55
2014.	0,74	0,82	0,76
2013.	0,95	1,34	1,22
2012.	2,70	2,77	3,05
2011.	2,48	4,46	2,12

<sup>133</sup> Prema: Mishkin F. S., Eakins S. G., op.cit., str. 235

<sup>134</sup> ZB INVEST, Investicijski rječnik, <http://www.zbi.hr/home/mzbi/investicijski-rjecnik/hr/>, (pristupljeno 3.8.2020.)

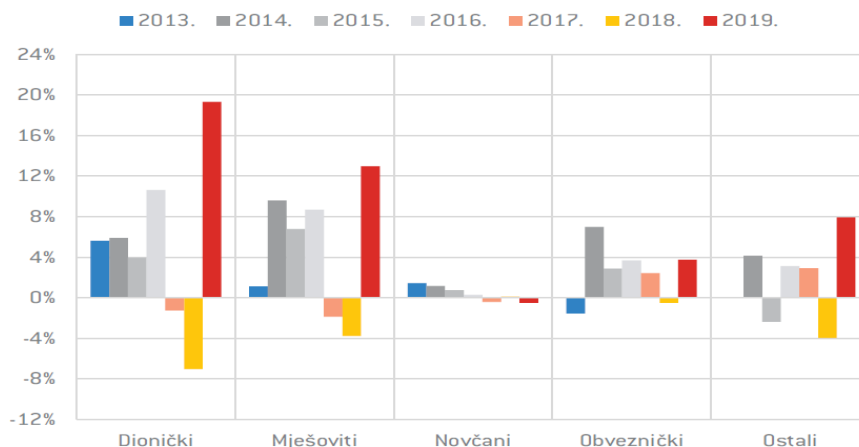
<sup>135</sup> Mishkin F. S., Eakins S. G., op.cit., str. 236

2010.	2,33	3,88	2,87
2009.	8,75	8,43	8,60

Izvor: Hrportfolio, [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr), (pristupljeno 7.8.2020.)

U tablici su prikazani prinosi novčanih fondova u periodu od 2009. do 2018. godine za tri društva za upravljanje. U navedenom periodu vidljivo je da su prinosi novčanih fondova padali u sva tri novčana fonda, u 2009. godini prinosi su bili veći od 8%, zatim naglo padaju te su oko 3% u 2010.godini, u 2011. godini samo jedan novčani fond ima prinos veći od 4%, ostala dva fonda imaju prinos oko 2%, u 2012. godini samo jedan fond ima prinos 3%, ostala dva fonda imaju prinos oko 2,70%, u 2013. godini prinos je oko 1%, a zatim u periodu od 2014. do 2016. godine prinos je bio ispod 1%, u 2017. godini dva fonda imaju prinos od 0,05%, dok jedan fond ima veći prinos; odnosno 0,10%, a u 2018. godini vidljivo je da su prinosi na najnižim razinama - od -0,06% do maksimalno 0,05% što ujedno predstavlja i „kraj“ novčanih fondova u RH.

*Slika 6 Prosječni godišnji prinosi po vrstama fondova ponderirani udjelom u imovini*



Izvor: HANFA, Godišnje izvješće 2019.g., <https://www.hanfa.hr>, (pristupljeno 7.8.2020.)

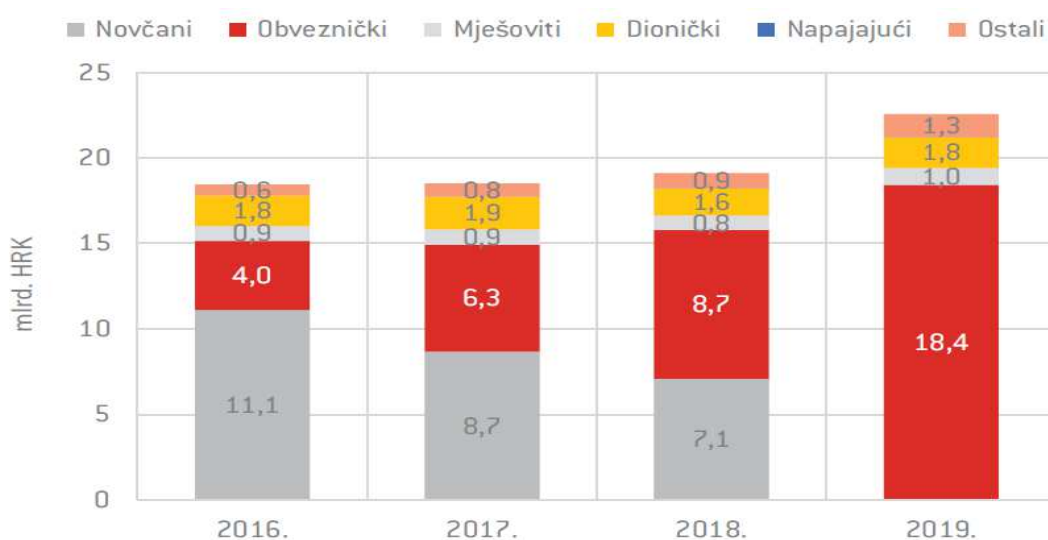
Slika prikazuje prosječne godišnje prinose po vrstama fondova. Tijekom 2019. godine porasli su prosječni godišnji prinosi svih kategorija UCITS fondova, osim novčanih, koji su ostvarili prosječni gubitak od -0,5 %. Najviši su prinos u skladu s razinom preuzetih rizika ostvarili dionički fondovi (19,3 %), potom mješoviti (12,9 %) i ostali (7,9 %) fondovi, dok je prinos obvezničkih fondova iznosio 3,7 %.

S obzirom na to da se imovina novčanih fondova kontinuirano smanjivala u proteklim godinama, ulagatelji su svoja sredstva preusmjerili na obvezničke fondove koji spadaju u



rizičniju kategoriju investicijskih fondova, usmjereni su na ulaganje u obveznice, a preporučeni rok investiranja je najmanje 6 mjeseci ili duže.

Slika 7 Neto imovina UCITS fondova



Izvor: HANFA, Godišnje izvješće 2019.g., <https://www.hanfa.hr>, (preuzeto 7.8.2020.)

U 2019.godini imovina 99 otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom porasla je za 18,1 % u odnosu na 2018. godinu i iznosila je 22,6 mlrd. kuna. Rast imovine najvećim je dijelom posljedica povoljnih tržišnih kretanja, ali i veće vrijednosti izdanih od otkupljenih udjela. U segmentu UCITS fondova - brojem (39), ali i udjelom u strukturi ukupne neto imovine svih fondova (18,4 mlrd. kuna, odnosno 81,6 %) dominirali su obveznički fondovi. Posljedica je to stupanja na snagu Uredbe o novčanim fondovima, prema kojoj su novčani fondovi bili dužni „uskладiti svoj formalni oblik s ulagačkom strategijom, zbog čega se većina novčanih fondova početkom 2019. preregistrirala te nastavila poslovati kao kratkoročni obveznički fondovi.“<sup>136</sup> Tako su krajem 2019. u Hrvatskoj postojala samo dva novčana fonda (19 fondova manje nego krajem 2018.), čija je neto imovina iznosila 8 mil. kuna (99 % manje nego krajem 2018.). Povoljna tržišna kretanja rezultirala su rastom neto imovine i ostalih kategorija UCITS fondova, pa je krajem 2019. godine 1,8 mlrd. kuna (13 % više nego 2018.) iznosila neto imovina 23 dionička fonda, 1,0 mlrd. kuna (16 % više nego 2018.) neto imovina devet mješovitih

<sup>136</sup> HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/ve%C4%87ina-nov%C4%8Danih-fondova-postaju-kratkoro%C4%8Dni-obvezni%C4%8Dki-fondovi/>, (pristupljeno 4.8.2020.)

fondova te 1,3 mlrd. kuna (54 % više nego 2018.) neto imovina UCITS fondova kategoriziranih kao ostali.

Da bi se došlo do spoznaje kako očekivanja investitora vezana za prinos novčanih fondova utječu na dinamiku kretanja neto imovine fondova, provedena je korelacijska analiza, koja se sastoji od matrice korelacije u kojoj je promatran odnos više varijabli te je utvrđena njihova međusobna korelacija. Testiranje značajnosti koeficijenata korelacije (t-test) grafički je prikazano dijagramom rasipanja. Razdoblje istraživanja će biti od 2009. do 2019. godine.

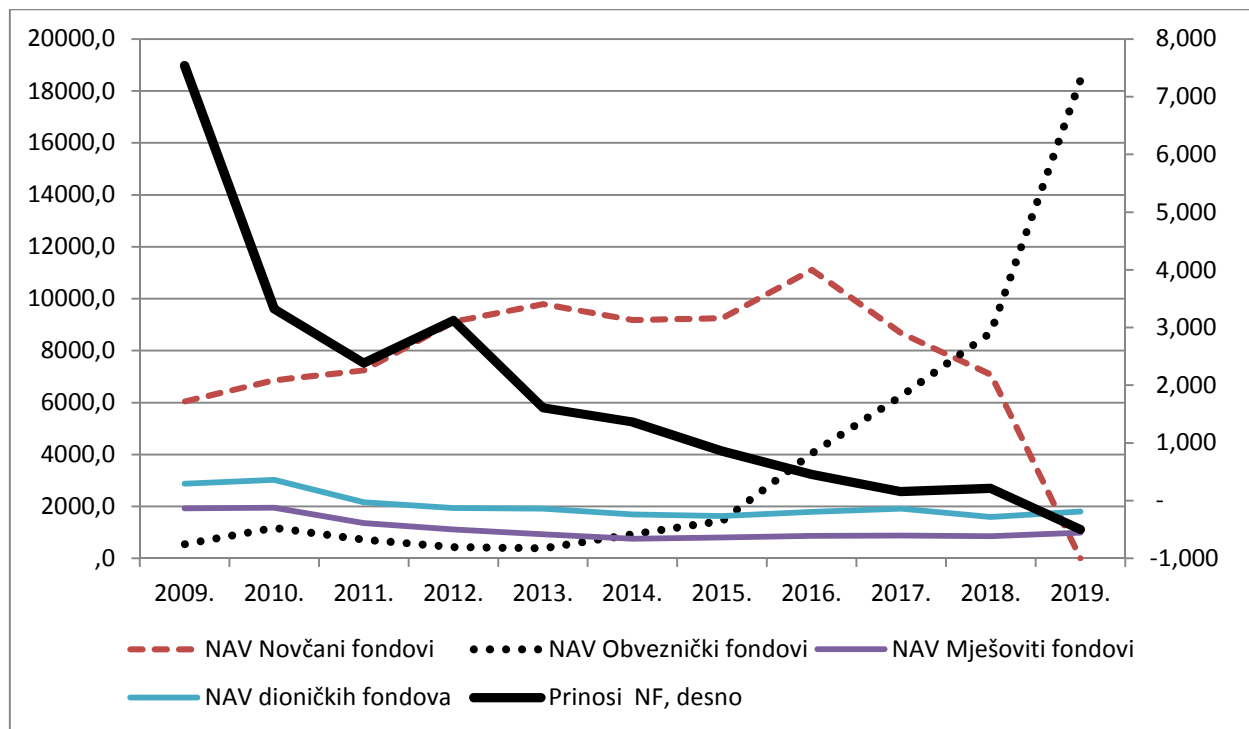
*Tablica 5 Prinosi novčanih fondova i neto imovina novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova u razdoblju od 2009. do 2019. godine*

Godina	Prinosi Novčanih fondova (NF)	NAV Novčani fondovi u milijunima HRK (NAVNF)	NAV Obveznički fondovi u milijunima HRK (NAVOF)	NAV Mješoviti fondovi u milijunima HRK (NAVMF)	NAV dioničkih fondova u milijunima HRK (NAVDF)
2009.	7,54	6.044	554	1.929	2.878
2010.	3,32	6.859	1.180	1.945	3.021
2011.	2,38	7.240	723	1.361	2.165
2012.	3,12	9.124	446	1.107	1.936
2013.	1,61	9.797	386	933	1.917
2014.	1,36	9.180	934	749	1.696
2015.	0,86	9.256	1.457	809	1.630
2016.	0,45	11.111	4.048	866	1.790
2017.	0,16	8.671	6.261	884	1.913
2018.	0,21	7.082	8.700	848	1.597
2019.	- 0,50	8	18.422	986	1.806

Izvor podataka: Izrada autora prema podacima HANFA-e, <https://www.hanfa.hr/publikacije/statistika/> i Hrportfolio-a <https://hrportfolio.hr/?t=kratkorocni-obveznicki-fondovi>, (preuzeto 10.8.2020.)

U tablici su prikazani prosječni prinosi novčanih kunskih fondova (ZB plus fond, HPB Novčani fond, PBZ Novčani fond, Alta multi cash, Auctor cash, KD Locusta cash, Intercapital cash, OTP novčani fond, SQ Flow, Allianz cash) u razdoblju od 2009. do 2019. godine, kao i NAV novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova izražen u milijunima kuna.

Slika 8 Graf NAV Novčani fondovi, NAV Obveznički fondovi, NAV Mješoviti fondovi, NAV Dionički fondovi i prinosi Novčanih fondova u razdoblju od 2009. do 2019. godine



Izvor podataka: Izrada autora prema podacima iz tablice 5. *Prinosi novčanih fondova i neto imovina novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova u razdoblju od 2009. do 2019. godine.*

Na temelju podataka iz tablice 5. *Prinosi novčanih fondova i neto imovina novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova u razdoblju od 2009. do 2019. godine* napravljen je graf koji pokazuje kretanje imovine navedenih fondova, kao i kontinuirani pad prinosa novčanih fondova u navedenom razdoblju.

Tablica 6 Koefficienti korelacije

Correlations for all pairs of data series (method=pearson)					
	PrinosiNF	NAVNF	NAVOF	NAVMF	NAVDF
PrinosiNF	1	-0.536	0.443	-0.793	0.792
NAVNF	-0.536	1	-0.107	0.555	-0.628
NAVOF	0.443	-0.107	1	-0.399	0.094
NAVMF	-0.793	0.555	-0.399	1	-0.746
NAVDF	0.792	-0.628	0.094	-0.746	1

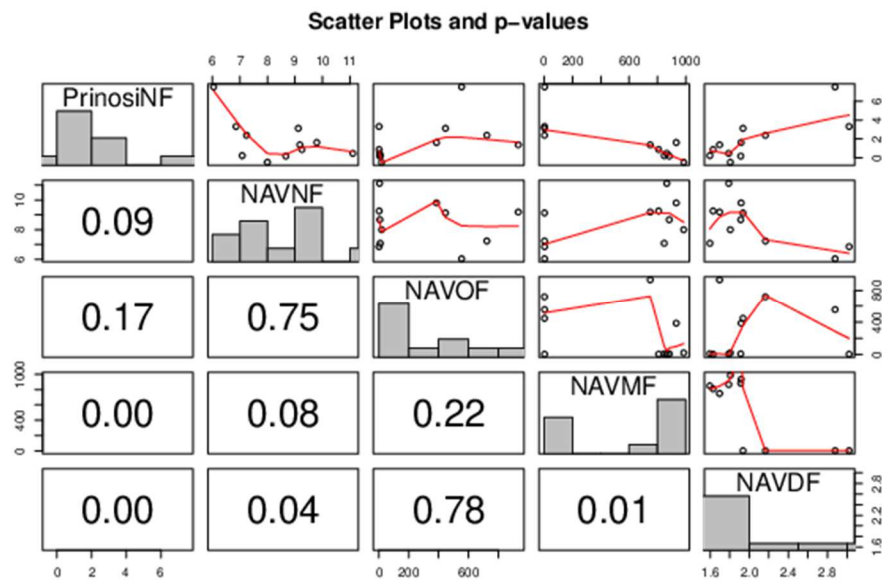
Izvor podataka: Izrada autora prema podacima iz tablice 5. *Prinosi novčanih fondova i neto imovina novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova u razdoblju od 2009. do 2019. godine* uz programsku podršku.<sup>137</sup>

Na temelju podataka iz tablice 5. *Prinosi novčanih fondova i neto imovina novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova u razdoblju od 2009. do 2019. godine* napravljen je izračun koeficijenata korelacije. Iz navedene matrice koeficijenata možemo zaključiti u kojem su odnosu pojedine varijable, kao i kolika je njihova međusobna korelacija. Korelacija između prinosa novčanih fondova (PrinosiNF) i neto imovine novčanih fondova (NAVNF) je -0,536, što znači da je korelacija srednje jaka i negativna, odnosno porast jedne varijable odgovara opadanju druge varijable. Korelacija prinosa novčanih fondova (PrinosiNF) i neto imovine obvezničkih fondova (NAVOF) iznosi 0,443, što znači da je korelacija slaba i pozitivna. Korelacija prinosa novčanih fondova (PrinosiNF) i neto imovine mješovitih fondova (NAVMF) iznosi -0,793, što znači da je korelacija srednje jaka i negativna. Korelacija prinosa novčanih fondova (PrinosiNF) i neto imovine dioničkih fondova (NAVDF) iznosi 0,792, što znači da je korelacija srednje jaka i pozitivna. Korelacija neto imovine novčanih fondova (NAVNF) i neto imovine obvezničkih fondova (NAVOF) iznosi -0,107, što znači da je korelacija slaba i negativna. Korelacija neto imovine novčanih fondova (NAVNF) i neto imovine mješovitih fondova (NAVMF) iznosi 0,555, što znači da je korelacija srednje jaka i pozitivna. Korelacija neto imovine novčanih fondova (NAVNF) i neto imovine mješovitih fondova (NAVMF) iznosi 0,555, što znači da je korelacija srednje jaka i pozitivna. Korelacija neto imovine novčanih fondova (NAVNF) i neto imovine dioničkih fondova (NAVDF) iznosi -0,628, što znači da je korelacija srednje jaka i negativna. Korelacija neto imovine obvezničkih fondova (NAVOF) i neto imovine mješovitih fondova (NAVMF) iznosi -0,399, što znači da je korelacija neznatna i negativna. Korelacija neto imovine obvezničkih fondova (NAVOF) i neto imovine dioničkih fondova (NAVDF) iznosi -0,094, što znači da je korelacija slaba i pozitivna. Korelacija neto imovine mješovitih fondova (NAVMF) i neto imovine dioničkih fondova (NAVDF) iznosi -0,746, što znači da je korelacija srednje jaka i negativna.

---

<sup>137</sup> To cite Wessa.net in publications use:  
Wessa, P. (2020), *Free Statistics Software, Office for Research Development and Education*, version 1.2.1, URL <https://www.wessa.net/>

Slika 9 Dijagram rasipanja



Izvor podataka: Izrada autora prema podacima iz tablice 5. *Prinosi novčanih fondova i neto imovina novčanih, obvezničkih, mješovitih i dioničkih fondova u razdoblju od 2009. do 2019. godine uz programsku podršku.*<sup>138</sup>

Dijagramom rasipanja prikazan je grafički prikaz koeficijenta korelacije navedenih varijabli kao i rezultati t-testa.

Statističko testiranje značajnosti koeficijenta  $r$ , tj. testiranje je li  $r$  značajno različit od nule, obavlja se putem t-testa. Da bi se izvršilo testiranje značajnosti koeficijenta korelacije potrebno je postaviti hipoteze:

- $H_0 : r = 0$
- $H_1 : r \neq 0$

Razina značajnosti od 5% je najčešća razina koja se upotrebljava, ako je  $P < 0,05$  razlika je statistički značajna, ako je  $P > 0,05$  razlika nije statistički značajna.

Koeficijent korelacije za PrinosNF i NAVMF, PrinosNF i NAVDF, NAVNF i NAVDF te za NAVMF i NAVDF je  $P < 0,05$ , što znači da su razlike statistički značajne te se odbacuje  $H_0$ , dok su se ostali koeficijenti korelacija pokazali kao značajni te ostajemo pri nul-hipotezi.

<sup>138</sup> To cite Wessa.net in publications use:  
**Wessa, P. (2020), Free Statistics Software, Office for Research Development and Education, version 1.2.1, URL <https://www.wessa.net/>**

## 5.7. Prednosti efikasnog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti

„Za učinkovit program usklađenosti potrebni su značajni resursi, ali ti rashodi za društvo neznatni su u usporedbi na probleme i troškove kazni u slučaju zakonskih prekršaja. Osim toga, povećana komunikacija, nadzor poslovanja i financija koje proizlaze iz aktivnosti usklađivanja mogu stvoriti efikasnost i pojednostaviti poslovne procese.“<sup>139</sup> Učinkovit i efikasan sustav upravljanja rizikom neusklađenosti osigurava usklađenost sa zakonskim i regulatornim propisima, omogućava poštivanje etičkih kodeksa u poslovanju, pruža visoku kvalitetu poslovanja te zadržava povjerenje ulagatelja.

Prednosti efikasnog sustava za upravljanje rizikom neusklađenosti su:

- *sprječavanje slanja lažnih ili netočnih financijskih izvještaja, informacija ulagateljima ili Agenciji*
- *ispunjavanje temeljne misije društva kroz etično poslovanje i poslovnu učinkovitost*
- *poboljšanje kvalitete pruženih usluga*
- *veća posvećenost samog društva odgovornom ponašanju*
- *poboljšanje operativne učinkovitosti zaposlenika*
- *poboljšanje opće komunikacije između i unutar odjela društva*
- *prepoznavanje i sprječavanje neprimjerenog i neetičnog ponašanja*
- *poboljšanje financijske uspješnosti*
- *stvaranje centralnog izvora za distribuciju informacija o zakonima i regulatornim propisima*
- *poticanje zaposlenika na prijavu potencijalnih neusklađenosti*
- *omogućavanje temeljitih istraga sumnjivih neprimjerenih radnji i neusklađenosti u poslovanju*
- *pružanje sustava „ranog upozorenja“ za prepoznavanje neusklađenosti i*
- *smanjivanje izloženosti društva regulatornim kaznama.*<sup>140</sup>

---

<sup>139</sup> D.Trokus, G.Warner, E.W. Schwartz, (2008.) Compliance 101, How to build and maintain an effective compliance and ethics program, str. 10.

<sup>140</sup> Prema: Ibid., str. 11.

## 5.8. Posljedice neefikasnog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti

Zbog sve većeg opsega i složenosti regulative u poslovanju društava za upravljanje fondovima, potreba za uspostavom funkcije praćenja usklađenosti i procjenom rizika neusklađenosti nikad nije bila veća. Trošak koji će društvo imati za uspostavu funkcije praćenja usklađenosti i učinkovitog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti, neznatan je u odnosu na gubitke koje može prouzročiti rizik neusklađenosti. Posljedice neefikasnog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti su povećanje izloženosti društva regulatornim kaznama, gubitak reputacije i smanjenje kvalitete pruženih usluga prema ulagateljima.

Rizik neusklađenosti predstavlja prijetnju za organizaciju, koja može biti financijska, organizacijska ili reputacijska, a rezultat je kršenja zakona, kodeksa ponašanja ili određenih standarda struke.<sup>141</sup>

Financijski gubitak može biti jako velik za društvo za upravljanje, a regulatori su spremni izreći visoke kazne ako otkriju kršenje UCITS Direktive, kao i bilo kojeg drugog zakonskog propisa. Na Slici 8. *Pregled izrečenih kazni regulatora u EU* jasno je o kojim financijskim gubitcima je riječ u slučaju da regulator prepozna neusklađenost u društvu.

*Slika 10 Pregled izrečenih kazni regulatora u EU*

---

<sup>141</sup>Deloitte, (2015), *Compliance risk assessments. The third ingredient in a world-class ethics and compliance program*, ><https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/risk/deloitte-nl-risk-compliance-risk-assessments.pdf><, (preuzeto 12.8.2020.)

NCAs' Member States	Type of sanctions			No sanctions
	Total number of penalties <sup>20</sup>	Total amount of penalties	Total number of measures <sup>21</sup>	
Austria	1	EUR 1,500		
Belgium	1	EUR 50,000		
Bulgaria				X
Croatia	1	HRK 153,000 <sup>22</sup>	3	
Cyprus				X
Czech Republic	7	CZK 2,700,000 <sup>23</sup>		
Denmark				X
Estonia				X
Finland				X
France	3	EUR 35,230,000	4	
Germany				X
Greece				X
Hungary	12	HUF 40,000,000 <sup>24</sup>	5	
Ireland				X
Italy	2	EUR 291,000	1	
Latvia				X
Lithuania				X
Luxembourg	19	EUR 116,000		
Malta	1	EUR 612,473.85	2	
Netherlands			2	
Poland	2	PLN 535,000 <sup>25</sup>		
Portugal				X
Romania	2	RON 14,516 <sup>26</sup>	3	
Slovenia	3	EUR 97,100	1	
Slovakia				X
Spain	3	EUR 160,000		
Sweden				X
UK				X
Liechtenstein				X
Norway				X
Iceland			1	

<sup>20</sup> As the penalties imposed may cover more than one legislative provision, the total number/amount of penalties disclosed in this Annex may not correspond to the sum of the number/amount of penalties disclosed in Annex V.

<sup>21</sup> As the measures imposed may cover more than one legislative provision, the total number of measures disclosed in this Annex may not correspond to the sum of the number of measures disclosed in Annex VI.

<sup>22</sup> Corresponding to EUR 20,563.20. For year 2017, the amounts denominated in HRK were converted at the ECB foreign exchange reference rate on 29 December 2017 (HRK/EUR=0.1344).

<sup>23</sup> Corresponding to EUR 105,732. For year 2017, the amounts denominated in CZK were converted at the ECB foreign exchange reference rate on 29 December 2017 (CZK/EUR=0.03916).

<sup>24</sup> Corresponding to EUR 128,880. For year 2017, the amounts denominated in HUF were converted at the ECB foreign exchange reference rate on 29 December 2017 (HUF/EUR=0.003222).

<sup>25</sup> Corresponding to EUR 128,079. For year 2017, the amounts denominated in PLN were converted at the ECB foreign exchange reference rate on 29 December 2017 (PLN/EUR=0.2394).

<sup>26</sup> Corresponding to EUR 3,116.59. For year 2017, the amounts denominated in RON were converted at the ECB foreign exchange reference rate on 29 December 2017 (RON/EUR=0.2147).

Izvor podataka: ESMA, Izvješće o sankcijama i mjerama koje su izrečene u 2016. I 2017. godini sukladno UCITS Direktivi, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-651ucits\\_sanction\\_report.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-651ucits_sanction_report.pdf), (preuzeto 13.8.2020.)



Iz tablice je vidljivo da su kazne koje izriču pojedini regulatori ogromne. Regulator u RH je tijekom 2017. godine izrekao jednom društvu za upravljanje kaznu u vrijednosti od 153.000,00 kuna.

Financijski gubitak društvo ipak lakše podnosi od reputacijskog gubitka, koji je često značajniji i dugotrajniji. „Narušena reputacija rezultira gubitkom poslovnih prilika te su potrebne godine da bi se ista povratila.“<sup>142</sup> Reputacijski rizik dovodi i do nepovjerenja ulagatelja, što za društvo predstavlja najveću posljedicu neefikasnog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti.

Zbog svih posljedica koje su rezultat neefikasnog sustava upravljanja rizikom neusklađenosti, društva bi trebala težiti usklađenosti i uspostaviti takav sustav koji će na efikasan i djelotvoran način upravljati rizikom neusklađenosti, te štiti društvo od navedenih gubitaka.

---

<sup>142</sup> Kelsey M. D., Matossian M. (2014), Compliance Risk. Ensuring the Risk Taken is the Risk Intended, str. 7.

## 6. ZAKLJUČAK

Investicijski fondovi u RH važan su financijski posrednik, glavne karakteristike investicijskih fondova su diverzifikacija, kao i laka dostupnost. Većina društava za upravljanje pod svojim upravljanjem ima različite vrste fondova koji su specifični po svojoj strukturi i rizičnosti. Stoga ulagatelji mogu izabrati i uložiti svoja slobodna sredstva u fond koji im odgovara sukladno procjeni primjerenosti i prikladnosti, a sve u svrhu dodatne štednje i ostvarivanja zarade.

Većina društava za upravljanje kao jednu od vrsta fondova imala je i novčane fondove. Kako je u ovom radu utvrđeno, osim kvalificiranih ulagatelja, u novčane fondove ulagale su i fizičke osobe (mali ulagatelji), koji su bili i najzastupljeniji ulagatelji u strukturi novčanih fondova. Cilj novčanih fondova je očuvanje vrijednosti, osiguravanje visoke likvidnosti uz stalan rast vrijednosti uloga, odnosno osiguravanje stabilnog prinosa. Novčani fondovi prvenstveno su namijenjeni ulagateljima koji žele ulagati u nisko-rizične instrumente, osiguravaju vrijednost uložених sredstava, ali i ostvaruju stabilan i kontinuiran rast prinosa. Osim toga, pogodni su za ulagatelje koji trebaju pristup uložеним sredstvima u bliskoj budućnosti.

Društva za upravljanje investicijskim fondovima u svom poslovanju izložena su mnogobrojnim rizicima. Razvoj fondovske industrije, prate i sve složeniji i opsežniji regulatorni zahtjevi. Usklađenost društava sa svim zakonskim propisima, pravilima etičnog ponašanja i pozitivnim pravilima struke predstavlja velik izazov, ali i trošak. Regulatorni zahtjevi u pogledu rizika neusklađenosti rapidno su počeli rasti od posljednje velike financijske krize, stoga su regulatorna tijela propisala dodatne obveze za društva za upravljanje, a jedna od ključnih je obveza uspostave funkcije praćenja usklađenosti. Uprava društva dužna je uspostaviti efikasan i djelotvoran sustav upravljanja rizikom neusklađenosti, na način da imenuje funkciju praćenja usklađenosti koja će uspostaviti procjenu rizika neusklađenosti. Efikasno uspostavljen sustav upravljanja rizikom neusklađenosti u društvu osigurava usklađenost sa zakonskim i regulatornim propisima, omogućava poštivanje etičkih kodeksa u poslovanju, pruža visoku kvalitetu poslovanja, zadržava povjerenje ulagatelja i smanjuje izloženost društva i uprave regulatornim kaznama. Posljedice neuspostavljanja - i/ili uspostavljene, a neprimjerene funkcije praćenja usklađenosti i sustava za upravljanje rizikom neusklađenosti - su financijski i organizacijski gubitci, kao i gubitak dobre reputacije, što dovodi do nepovjerenja kod ulagatelja.

Društva su tijekom 2018. godine bila suočena s velikim izazovom usklađivanja poslovanja novčanih fondova s novom *Uredbom o novčanim fondovima*. Navedena uredba propisuje nova, jedinstvena i stroža pravila poslovanja novčanih fondova. Zbog nemogućnosti primjene većine odredbi propisanih Uredbom o novčanim fondovima, u većini društava za upravljanje donesene su odluke o nastavku rada fondova pod drugom kategorijom, odnosno vrstom fonda kao *kratkoročni obveznički fond*. Samo jedan fond nastavio je s radom kao *novčani fond* sukladno Uredbi o novčanim fondovima.

Prvo istraživačko pitanje je glasilo: *Kako rizik neusklađenosti utječe na društvo za upravljanje i imovinu fondova?*

Utvrđeno je da rizik neusklađenosti utječe na društvo za upravljanje na način da može dovesti do financijskog gubitka u obliku izrečenih kazni za članove uprave i samo društvo za upravljanje. Ukoliko društvo nije uskladilo poslovanje fondova s propisanom zakonskom regulativom, utoliko rizik neusklađenosti može imati direktan utjecaj na neto imovinu fondova (npr. pogrešno vrednovanje imovine fonda, odnosno vrednovanje nije u skladu sa zakonskim propisima). Osim toga rizik neusklađenosti može dovesti do reputacijskog gubitka, što znači da ulagatelji gube povjerenje u samo društvo za upravljanje, ali i fond, što može utjecati na smanjenje neto imovine fonda.

Drugo je istraživačko pitanje glasilo: *Kako očekivanja investitora vezana za prinos novčanih fondova utječu na dinamiku kretanja neto imovine fondova?*

Istraživanjem je utvrđeno da je korelacija između prinosa novčanih fondova i neto imovine novčanih fondova -0,536, što znači da je korelacija srednje jaka i negativna. Prinos novčanih fondova je kontinuirano padao, dok je imovina novčanih fondova rasla, što znači da prinos kao takav nije imao značajnu ulogu prilikom odluke investitora o ulaganju u novčani fond. Utvrđeno je da je korelacija prinosa novčanih fondova i neto imovine obvezničkih fondova 0,443, što znači da je povezanost te dvije varijable slaba i pozitivna, odnosno da pad prinosa novčanih fondova lagano odgovara padu neto imovine obvezničkih fondova.

Korelacija prinosa novčanih fondova i neto imovine mješovitih fondova je srednje jaka i negativna, korelacija prinosa novčanih fondova i neto imovine dioničkih fondova je srednje jaka i pozitivna.

Imovina novčanih fondova nije pratila pad prinosa, već se počela smanjivati tek od 2017. godine, dok je imovina obvezničkih fondova naglo počela rasti upravo od te godine, stoga

je korelacija te dvije varijable, u cjelokupnom razdoblju od 2009. do 2019. godine, slaba i negativna.

Niske i negativne kamatne stope utjecale su na pad prinosa novčanih fondova, jer se struktura portfelja novčanih fondova sastoji od nisko rizičnih financijskih instrumenata, instrumenata tržišta novca, depozita i obveznica. Može se zaključiti da su kamatne stope utjecale na smanjenje prinosa novčanih fondova, što nije rezultiralo manjom zainteresiranošću ulagatelja za novčanim fondovima, smanjenje neto imovine novčanih fondova dogodilo se tek u 2017. godini. Upravo tada naglo raste neto imovina obvezničkih fondova, te se može zaključiti da su ulagatelji svoja ulaganja preusmjerili iz novčanih fondova u nešto rizičnije obvezničke fondove koji su nudili veće prinose, a po rizičnosti su samo kategoriju iznad novčanih fondova.

Nestanak većine novčanih fondova u RH, rezultat je nemogućnosti društava za upravljanje da se usklade sa zahtjevnim regulatornim propisima, odnosno novom „Uredbom o novčanim fondovima“. Osim toga, u ovom radu utvrđeno je da se prinos novčanih fondova kontinuirano smanjuje zbog niskih i negativnih kamatnih stopa, a predviđanja su da će i dalje ostati na tim razinama, stoga je bilo očigledno da novčani fondovi u RH nisu imali budućnost.

# LITERATURA

## Regulativa

1. Bazelski odbor za nadzor banaka, (2005), *Usklađenost i funkcija praćenja usklađenosti u bankama*, <http://old.hnb.hr/supervizija/papiri-bazelske-komisije/h-uskladjenost.pdf>
2. Smjernica o određenim aspektima MIFID-ovih zahtjeva vezanih uz funkciju praćenja usklađenosti (25. lipnja 2012. godine, ESMA/2012/388, dalje: Smjernice CO)
3. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN 44/16 i 126/19).
4. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN: 21/08 i 126/19)
5. Zakon o provedbi Uredbe (EU) br. 2017/1131 o novčanim fondovima (NN 118/18)
6. Pravilnik o vrstama alternativnih fondova, (NN 28/19).
7. Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima (dalje: „Uredba o novčanim fondovima“)
8. Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) UCITS IV Direktiva
9. Direktiva 85/611/EZ Europskog parlamenta i vijeća od 20. prosinaca 1985. o usklađivanju zakona, propisa i administrativnih odredbi koje se odnose na društva za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire
10. Uredba Komisije (EU) br. 583/2010 od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s ključnim informacijama za ulagatelje i uvjetima koje je potrebno ispuniti prilikom dostavljanja ključnih informacija ulagateljima ili prospekta na trajnom mediju koji nije papir ili putem internetske stranice

## Knjige i članci:

1. Klačmer Čalopa M., Cingula M., (2009.), *Financijske institucije i tržište kapitala*, TIVA Tiskara
2. Mishkin F. S., Eakins S. G., (2005), *Financijska tržišta + institucije*, Zagreb: Mate d.o.o.
3. HGK, *Kodeks poslovanja društava za upravljanje investicijskim fondovima*, (2009), <https://www.hgk.hr/documents/kodeksposlovanjainvfonprihvacen37200957b0212799645.pdf>, (preuzeto 1.8.2020.)
4. Čulinović – Herc E., Jurić D., Braut Filipović M., Grković N., (2013), *Pravno uređenje UCIS fondova na tržištu kapitala*, Rijeka: Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci
5. Cornelius D. (2009), *McNulty Keynote on a Tale of Two Sectors. Compliance Building*, svibanj 2009. <http://www.compliancebuilding.com/2009/06/04/mcnulty-keynote-on-a-tale-of-two-sectors/>, (pristupljeno 3.8.2020.)
6. Andrijančić I., Gregurek M., Merkaš Z., (2014) *Upravljanje poslovnim rizicima*

7. D.Troklus, G.Warner, E.W. Schwartz, (2008.) *Compliance 101, How to build and maintain an effective compliance and ethics program*
8. Pretorius D., (2014), *Beyond Play: A down-to-earth approach to governance, risk and compliance*, Kindle Edition, Vidi: Chapter 3 Working with risk to make it less risky, A framework for managing risk, Treating risk
9. Kelsey M. D., Matossian M. (2014), *Compliance Risk. Ensuring the Risk Taken is the Risk Intended*,
10. Polovina S., Medić Š.Đ.,(2002.), *Osnove ekonomije*, Medinek, Zagreb
11. Prema:HUB, Analiza, 2019., [https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/hub\\_analize\\_broj\\_18\\_-\\_kamatne\\_stope.pdf](https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/hub_analize_broj_18_-_kamatne_stope.pdf), str. 4., (preuzeto 13.8.2020.)
12. Barksdale A., 6 Questions to test Your Compliance Culture. Trupoint partners., 14.8.2014., <https://www.trupointpartners.com/blog/compliance-culture-self-assessment-6-questions>, (pristupljeno 11.8.2020.)
13. Compliance Management System, <https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/files/compliance-mgmt-systems/pub-ch-compliance-management-systems.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)
14. The Evolving Compliance Environment: Examination Focus Areas, SEC, <https://www.sec.gov/info/iaiccco/iaiccco-focusareas.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)
15. How to Measure Compliance Risk, <https://www.ncontracts.com/integrated-risk-blog/how-to-measure-compliance-risk>, (pristupljeno 12.8.2020.)
16. How to Measure Compliance Risk, <https://www.ncontracts.com/integrated-risk-blog/how-to-measure-compliance-risk>, (pristupljeno 12.8.2020.)
17. HNB, *Razdoblje niskih kamatnih stopa*, [https://www.hnb.hr/documents/20182/2067713/h-govor-Vujcic\\_7-12-2017.pdf/837964fe-9e30-456a-bed2-29a1ed71b005](https://www.hnb.hr/documents/20182/2067713/h-govor-Vujcic_7-12-2017.pdf/837964fe-9e30-456a-bed2-29a1ed71b005), (preuzeto 1.8.2020.)
18. *Godišnje izvješće ECB, 2016.*, [https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2016.hr.html#IDofChapter1\\_1\\_1](https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2016.hr.html#IDofChapter1_1_1), (preuzeto 2.8.2020.)

### Ostali izvori:

1. Segre Report: Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission. The Development of a European Capital Market., Brussels, November 1996., [http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev\\_Eur\\_Cap\\_Mkt\\_1966.pdf](http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf) (preuzeto 2.8.2020.)
2. Deloitte, Enterprise compliance, The Risk Intelligent approach, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/center-for-corporate-governance/us-ccg-enterprise-compliance-the-risk-intelligent-approach-040113.pdf>, (preuzeto 2.8.2020.)
3. Deloitte, Compliance risk assessments (2015), The third ingredient in a world-class ethics and compliance program., <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/risk/deloitte-nl-risk-compliance-risk-assessments.pdf>, (preuzeto 12.8.2020.)
4. Whatis.com, *Compliance risk*, <https://searchcompliance.techtarget.com/definition/compliance-risk>, (pristupljeno 5.8.2020.)

5. Minsky S., (2013), *3 Steps to a Compliance Risk Managment Approach*, *ebizQ*, >[http://www.ebizq.net/blogs/chief\\_risk\\_officer/2013/04/3\\_steps\\_compliance\\_risk\\_management.php](http://www.ebizq.net/blogs/chief_risk_officer/2013/04/3_steps_compliance_risk_management.php)<, pristupljeno (5.8.2020.)
6. Opačić S., Josipović A., (2014), *Funkcija usklađenosti s primjenom na društva za upravljanje investicijskim fondovima*, Akademija Zagrebačke burze
7. HANFA, Obavijesti, <https://www.hanfa.hr/vijesti/novčani-fondovi-mijenjaju-ime-i-strategiju-ulaganja-uslijed-primjene-uredbe-o-novčanim-fondovima/>,(pristupljeno 3.8.2020.)

### **Internetske stranice:**

1. [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)
2. [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
3. [www.zbi.hr](http://www.zbi.hr)
4. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
5. [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
6. [www.occ.treas.gov](http://www.occ.treas.gov)
7. [www.hrportfolio.hr](http://www.hrportfolio.hr)
8. <https://www.esma.europa.eu/>
9. <http://eur-lex.europa.eu>
10. [www.hub.hr](http://www.hub.hr)

## POPIS TABLICA

TABLICA 1 PRIMJER MJERENJA RIZIKA .....	27
TABLICA 2 KAMATNE STOPE OSTVARENE U TRGOVINI DEPOZITIMA NA MEĐUBANKOVNOM TRŽIŠTU .....	47
TABLICA 3 KAMATNE STOPE NA TREZORSKE ZAPISE RH .....	48
TABLICA 4 PRINOSI NOVČANIH FONDOVA (ZB NOVČANOG FONDA, HPB NOVČANOG FONDA I PBZ NOVČANOG FONDA).....	50
TABLICA 5 PRINOSI NOVČANIH FONDOVA I NETO IMOVINA NOVČANIH, OBVEZNIČKIH, MJEŠOVITIH I DIONIČKIH FONDOVA U RAZDOBLJU OD 2009. DO 2019. GODINE .....	53
TABLICA 6 KOEFICIJENTI KORELACIJE .....	54



## POPIS SLIKA

SLIKA 1 STRUKTURA ULAGANJA NOVČANIH UCITS FONDOVA U RH, NA DAN 31.12.2017.....	10
SLIKA 2 VRSTA ULAGATELJA U NOVČANIM FONDOVIMA U RH, NA DAN 31.12.2017.....	11
SLIKA 3 STRUKTURA IMOVINE NOVČANIH FONDOVA .....	44
SLIKA 4 NETO IMOVINA NOVČANIH FONDOVA U PERIODU OD 2016. DO 2019. GODINE .....	45
SLIKA 5 KAMATNE STOPE ESB .....	47
SLIKA 6 PROSJEČNI GODIŠNJI PRINOSI PO VRSTAMA FONDOVA PONDERIRANI UDJELOM U IMOVINI.....	51
SLIKA 7 NETO IMOVINA UCITS FONDOVA.....	52
SLIKA 8 GRAF NAV NOVČANI FONDOVI, NAV OBVEZNIČKI FONDOVI, NAV MJEŠOVITI FONDOVI, NAV DIONIČKI FONDOVI I PRINOSI NOVČANIH FONDOVA U RAZDOBLJU OD 2009. DO 2019. GODINE .....	54
SLIKA 9 DIJAGRAM RASIPANJA .....	56
SLIKA 10 PREGLED IZREČENIH KAZNI REGULATORA U EU .....	58

## POPIS JEDNADŽBI

JEDNADŽBA 1 IZRAČUN INHERENTNOG RIZIKA .....	26
JEDNADŽBA 2 REZIDUALNI RIZIK .....	27

## **Izjava o akademskoj čestitosti**

Ja, **Ivana Lukić** svojim potpisom jamčim da je ovaj specijalistički diplomski rad, odnosno diplomski rad, rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima, te da se oslanja na objavljenu literaturu, kao što to pokazuje popis korištene literature.

Izjavljujem da nijedan dio specijalističkog diplomskog rada, odnosno diplomskog rada, nije prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

U Zagrebu, \_\_\_\_\_

**Student:**

\_\_\_\_\_