

# Strategija banaka u kreiranju investicijskog portfelja

---

**Dadić, Dorotea**

**Graduate thesis / Diplomski rad**

**2024**

*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:223:301215>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-23**



*Repository / Repozitorij:*

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



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE  
ZAGREB**

**DOROTEA DADIĆ**

**STRUČNI DIPLOMSKI RAD**

**STRATEGIJA BANAKA U KREIRANJU  
INVESTICIJSKOG PORTFELJA**

**Zagreb, ožujak 2024.**

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE  
ZAGREB**

**STRUČNI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ**

**STRATEGIJA BANAKA U KREIRANJU INVESTICIJSKOG  
PORTFELJA**

**STRATEGIES OF BANKS IN CREATING AN INVESTMENT  
PORTFOLIO**

**KANDIDAT: Dorotea Dadić  
MENTOR: Zvonko Agičić, dipl. oec.**

**Zagreb, ožujak 2024.**

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE**

**IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI**

Ja, **Dorotea Dadić**, svojim potpisom jamčim da je ovaj stručni 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 stručnog diplomskog rada odnosno diplomskog rada nije prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

U Zagrebu 20. ožujka 2024. godine

**Student:**

---

## SADRŽAJ

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 1.     | UVOD.....   | 1  |
| 1.1.   | Predmet i cilj rada.....  | 1  |
| 1.2.   | Istraživačka pitanja .....  | 2  |
| 1.3.   | Struktura rada.....   | 2  |
| 2.     | OPĆENITO O BANKAMA .....  | 3  |
| 2.1.   | Pojam banke .....   | 3  |
| 2.2.   | Poslovna politika banke.....  | 4  |
| 2.3.   | Podjela bankovnih poslova.....  | 10 |
| 2.4.   | Struktura bankovne bilance i prihoda .....                                | 13 |
| 3.     | FINANCIJSKA TRŽIŠTA .....   | 16 |
| 3.1.   | Instrumenti tržišta novca.....  | 20 |
| 3.2.   | Instrumenti tržišta kapitala.....   | 24 |
| 4.     | KLJUČNE KARAKTERISTIKE VRIJEDNOSNIH PAPIRA.....                           | 28 |
| 4.1.   | Profitabilnost .....  | 28 |
| 4.2.   | Likvidnost .....  | 31 |
| 4.3.   | Izloženost oporezivanju .....   | 31 |
| 4.4.   | Sigurnost izdavatelja.....  | 32 |
| 4.5.   | Rizici.....   | 33 |
| 5.     | INVESTICIJSKI PORTFELJ BANKE .....  | 37 |
| 5.1.   | Uloga investicijskog portfelja .....                                      | 37 |
| 5.2.   | Izbor portfelja.....  | 39 |
| 5.3.   | Vrednovanje očekivanog prinosa portfelja .....                            | 42 |
| 6.     | STRATEGIJE ODABIRA INVESTICIJSKIH PROIZVODA.....                          | 44 |
| 6.1.   | Pasivna, aktivna ili polu-aktivna strategija upravljanja portfeljem.....  | 44 |
| 6.1.1. | <i>Bottom-up</i> i <i>Top-down</i> pristup .....                          | 46 |
| 6.1.2. | Strategija kontriranja (engl. <i>reversal/contrarian strategy</i> ) ..... | 48 |
| 6.1.3. | Kupi i drži (engl. <i>buy and hold</i> ).....                             | 48 |
| 6.1.4. | Indeksiranje (indeks <i>matching-indeksing</i> ).....                     | 49 |
| 6.1.5. | <i>Core satellite</i> strategija .....                                    | 50 |
| 6.2.   | Proces upravljanja investicijama.....                                     | 51 |
| 6.3.   | Analiza instrumenata financiranja .....                                   | 52 |
| 6.4.   | Strategije dospjeća investicija .....                                     | 53 |
| 6.5.   | Strategije zaštite portfelja od rizika .....                              | 55 |
| 7.     | Struktura investicijskog portfelja hrvatskih banaka .....                 | 58 |
| 8.     | ZAKLJUČAK.....  | 61 |
| 9.     | POPIS LITERATURE.....   | 63 |
| 10.    | POPIS SLIKA .....   | 66 |
| 11.    | POPIS TABLICA.....  | 66 |
| 12.    | ŽIVOTOPIS .....   | 67 |



## **Sažetak**

Specijalističkog diplomskog rada studentice **Dorotee Dadić**, naslova

### **Strategije banaka u kreiranju investicijskog portfelja**

U ovom radu istražena je kompleksnost upravljanja investicijskim portfeljima u bankarskom sektoru, naglašavajući važnost razumijevanja različitih financijskih instrumenata i njihove primjene u strategijama ulaganja, što se u konačnici reflektira na samo poslovanje banke. Detaljno su analizirani čimbenici koji utječu na odluke o investicijama, uključujući ekonomske, političke i tržišne uvjete, koji zajedno formiraju dinamično okruženje u kojemu banke moraju poslovati. Rad naglašava ključnu ulogu strategija kreiranja portfelja, koje moraju biti fleksibilne i prilagodljive promjenama na tržištu. Također, napravljena je analiza strukture portfelja hrvatskih banaka u razdoblju od 2020. do 2022. godine.

**Ključne riječi:** banke, investicijski portfelj, strategije kreiranja investicijskog portfelja, vrijednosni papiri

## **Summary**

Of the master's thesis – student **Dorotea Dadić**, entitled

### **Strategies of banks in creating an investment portfolio**

This thesis investigates the complexity of managing investment portfolios in the banking sector, emphasizing the importance of understanding different financial instruments and their application in investment strategies, which is ultimately reflected in the bank's operations. Factors influencing investment decisions are analyzed in detail, including economic, political and market conditions, which together form the dynamic environment in which banks must operate. The paper emphasizes the key role of the portfolio creation strategy, which must be flexible and adaptable to market changes. Also, an analysis of the portfolio structure of Croatian banks in the period from 2020 to 2022 was made.

**Keywords:** banks, investment portfolio, investment portfolio creation strategies, securities



# 1. UVOD

Važnost banaka u financijskom sektoru i sveukupnoj ekonomiji kao financijskog posrednika (intermedijara) je od presudnog značaja za nesmetano funkcioniranje ekonomskog sustava. Pružanjem različitih usluga deponentima i provođenjem transakcija banke ostvaruju prihod koji se sastoji od zarade od plasiranih kredita i naknada za pružanje različitih usluga te kroz zaradu koja se ostvaruje kroz investicije u financijske instrumente. Poslovne banke prikupljena sredstva ulažu u razne oblike kreditnih i financijskih plasmana. Najznačajniji oblik financijskih plasmana je kupovina vlasničkih i dužničkih vrijednosnih papira, kao što su dionice, obveznice, blagajnički zapisi, riznički zapisi, certifikati o depozitu, komercijalni zapisi i sl. Strategije koje banke koriste u procesu kreiranja cjelokupnog portfelja banke, te o čemu moraju voditi računa pri donošenju odluke o vrstama vrijednosnica koje će činiti portfelj banke, nastojat će se opisati u ovom radu. Tako, primjerice, banke moraju voditi računa o likvidnosti vrijednosnih papira, sigurnosti njihova izdavatelja, kao i s rizicima vezanima uz sam instrument, profitabilnosti ulaganja u vrijednosne papire, te učincima ulaganja na poslovanje banke.

## 1.1. Predmet i cilj rada

Predmet ovog rada je prikazati jedan važan segment poslovne politike banaka u upravljanju investicijskim portfeljom koji čine ulaganja u različite vrste vrijednosnih papira.

Cilj ovog rada je prikazati važnost i svrhu razumijevanja strategije kreiranja investicijskog portfelja banke koja će zadovoljiti dugoročne financijske ciljeve i toleranciju na rizik investitora (banke).

Nekoliko je ključnih segmenata koji se odnose na karakteristike vrijednosnica u tom procesu, budući da portfelj investicijskih vrijednosnih papira ima značajnu ulogu u poslovanju banke. Broj financijskih instrumenata, koji su u globalnoj ekonomiji dostupni financijskim institucijama i koje one mogu dodati svojim portfeljima vrijednosnih papira, velik je i dalje raste. Osim toga, svaki financijski instrument ima različite karakteristike koje se odnose na očekivane prinose, rizik, osjetljivost na inflaciju te osjetljivost na promijene vladinih politika i ekonomskih uvjeta. Stoga je krajnji cilj upravljanja portfeljem pružiti banci najbolju zaštitu svog kapitala i rezervi u okviru izrazito konzervativne politike upravljanja tržišnim i kreditnim rizicima.

## **1.2. Istraživačka pitanja**

Kroz istraživačka pitanja u ovom radu nastoji se objasniti koje strategije banke primjenjuju pri donošenju odluka koje utječu na odabir investicijskog portfelja te koji su čimbenici ključni pri donošenju odluke o vrsti financijskog instrumenta, i to kroz pitanja:

1. Koja je uloga investicijskog portfelja u poslovanju banke?
2. Koje investicijske instrumente banke najčešće koriste u kreiranju portfelja?
3. Koji čimbenici utječu na izbor investicijskih instrumenata?
4. Koje strategije se primjenjuju pri odluci o kreiranju portfelja?

## **1.3. Struktura rada**

Rad je podijeljen na sedam glavnih cjelina s potpoglavljima koja preciznije definiraju sadržaj odabrane tematike. U prvom je poglavlju dan naglasak na osnovne pojmove koji se odnose na pojam i glavne karakteristike poslovne politike banke i njezine strukture.

Nadalje, u ostalim poglavljima obrađuju se financijska tržišta i vrste investicijskih proizvoda, kao i vrijednosnice u koje banke najčešće ulažu. Posebno se obrađuju strategije koje banke koriste u samom procesu odlučivanja, što će sam investicijski portfelj sadržavati i kako i kada će se u njega ulagati. Banke posebnu pozornost posvećuju rizicima kojima su banka izložene pri odabiru portfelja. Ako je portfelj dobro posložen, sam izbor portfelja vrijednosnih papira može biti sredstvo diverzifikacije rizika. Budući da su vrijednosni papiri glavni oblik nekreditnih plasmana banaka i jedan od značajnijih čimbenika koji utiču na likvidnost i profitabilnost banke, nastojat će se razjasniti strategije kreiranja investicijskih portfelja radi boljeg razumijevanja važnosti dobrog upravljanja portfeljem.

## 2. OPĆENITO O BANKAMA

### 2.1. Pojam banke

Danas se gotovo svakodnevno susrećemo s bankama te isto tako koristimo usluge koje nam one pružaju. Njihova društveno-ekonomska uloga te važnost u funkcioniranju cjelokupnog sustava je nemjerljiva, ali što je banka zapravo? Možemo pronaći brojne definicije koje su se razvijale kroz povijest, ali pritom nijedna nije zadovoljila sveopću prihvaćenost struke, zbog čega nailazimo i na brojne neusklađenosti vezane uz taj pojam. Postoji nekoliko definicija banke:

- prema Kujavić (1988)<sup>1</sup>, riječ *banka* nastala je od talijanske riječi *banca* i označava instituciju koja se bavi depozitnim, kreditnim i ostalim bankovnim poslovima
- banka je svako poduzeće koje prima depozite raspoložive za zahtjev (na primjer, ispisivanjem čekova ili obavljanjem elektroničkoga prijenosa novca) i odobrava kredite komercijalne ili poslovne prirode (na primjer, odobravanje kredita privatnim poduzećima koja žele povećati zalihe robe na policama ili kupiti novu opremu)<sup>2</sup>
- zanimljivo je kako se u bivšem socijalističkom sustavu definira pojam banke, pa tako Kujavić (1988) navodi: „Banke su institucije, koje kao i organizacije udruženog rada iz privrede: (1) imaju samostalan pravni status; (2) sudjeluju u procesu društvene reprodukcije, kada se sredstva reprodukcije nalaze u novčanom obliku; (3) posluju po principu ekonomičnosti i (4) po principu rentabilnosti, ali se u mnogo čemu i razlikuju od organizacija udruženog rada, jer najveći dio svoje aktivnosti obvezno usklađuju s ekonomskom politikom zemlje, posebno: (1) u sferi kreditne politike; (2) novčane politike; (3) devizne politike; (4) investicijske politike itd.“ Međutim, banka se može definirati terminima (1) ekonomskih funkcija koje obavlja; (2) usluga koje pruža svojim klijentima ili (3) zakonske utemeljenosti svoga postojanja.<sup>3</sup>

Prema funkcijama koje banke obavljaju u gospodarstvu njihova je ključna uloga prijenos financijskih sredstava i vršenje usluga plaćanja, ali raspon usluga koje one pružaju svojim klijentima je sve veći, poput financijskog planiranja, osiguranja, savjetovanja, investicijskoga bankarstva i sl. Cijeli taj sustav funkcionira pod kontrolom državnih i europskih agencija kako bi se osigurala zakonska sigurnost te onemogućilo pranje novca, a sve to prati *Zakon o*

---

<sup>1</sup>Kujavić, B. (1988). Definijsko modeliranje društveno-ekonomske uloge banaka. *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, 1(1), 77-86., str. 77.

<sup>2</sup>Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 5.

<sup>3</sup>Ibid., str. 78.

*bankama*, koji je donio Hrvatski sabor na svojoj sjednici 3. srpnja 2002. godine. Zbog velikog raspona usluga koje nude, nailazimo i na podjelu banaka. Stoga ih, prema uslugama što ih nude, dijelimo na štedne banke, investicijske banke, hipotekarne banke, trgovačke banke, univerzalne banke i sl., a više o tome u nastavku.

## **2.2. Poslovna politika banke**

Poslovanje banaka u Republici Hrvatskoj regulirano je *Zakonom o kreditnim institucijama*. *Zakon o kreditnim institucijama* Hrvatski je sabor donio 26. rujna 2008. godine i stupio je na snagu 1. siječnja 2009. godine te je zamijenio prijašnji *Zakon o bankama*. *Zakonom* su uređeni uvjeti za osnivanje, poslovanje i prestanak rada kreditnih institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj. *Zakonom o kreditnim institucijama* Hrvatska narodna banka je imenovana kao nadležna institucija za nadzor i primjenu ovoga *Zakona* te je uz to nadležno tijelo za kreditne institucije Republike Hrvatske. Hrvatska narodna banka time je ovlaštena za ujednačavanje supervizorskih alata i postupaka s Europskim sustavom financijskoga nadzora. Kao članica Europskoga sustava financijskoga nadzora, Hrvatska narodna banka obvezna je sudjelovati u aktivnostima Europskoga nadzornoga tijela za bankarstvo te, kada je to primjereno, poduzeti sve aktivnosti u svrhu usklađivanja sa smjernicama i preporukama koje je izdalo Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo.<sup>4</sup>

Prema Članku 5. *Zakona o kreditnim institucijama*, kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj može se osnovati kao banka, štedna banka ili stambena štedionica. Sam pojam „kreditna institucija“, odnosi se na kreditnu instituciju sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koja je od Hrvatske narodne banke dobila odobrenje za rad.<sup>5</sup> Hrvatska narodna banka izdaje kreditnoj instituciji odobrenje za rad kao banka, štedna banka ili stambena štedionica. Time kreditna institucije stječe pravo pružanja bankovnih i/ili financijskih usluga, pri čemu je *Zakonom* jasno regulirano poslovanje sa/u zemljama članicama Europske unije te u trećim zemljama. Kreditna institucija je dužna poslovati po načelu likvidnosti i solventnosti te, razmjerno vrsti, opsegu i složenosti poslovanja, obvezna je imati jasan organizacijski ustroj, provoditi upravljanje rizicima, provoditi unutarnju kontrolu i razraditi politiku primitka te plan oporavka.

---

<sup>4</sup> Zakon o kreditnim institucijama, Narodne novine, 159/2013.

<sup>5</sup> Ibid., članak 5.

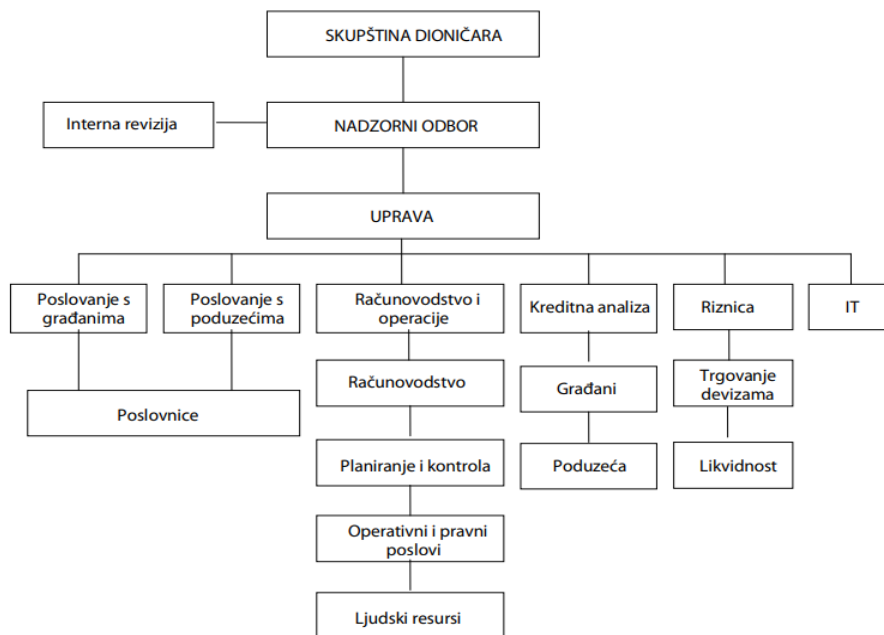
Hrvatska narodna banka provodi nadzor nad poslovanjem kreditnih institucija te je *Zakonom o kreditnim institucijama* reguliranje obveze kreditnih institucija vezano za dostavljanje izvještaja o radu i promjenama u poslovanju i organizaciji same institucije. Točne uvjete i način provedbe nadzora propisala je Hrvatska narodna banka. Kreditne institucije propisana izvješća i podatke dostavljaju u unaprijed propisanim rokovima. Na temelju dostavljenih financijskih izvještaja, poslovnih knjiga, isprava i druge dokumentacije Hrvatska narodna banka (dalje u tekstu HNB) provodi nadzor i kontrolu poslovanja kreditnih institucija.

Osim toga, HNB propisuje uvjete koji jasno definiraju pojedine elemente poslovne organizacije banke. Kroz organizaciju banke provodi se samo poslovanje banke. U biti banka, kao i svaka druga kompanija, da bi mogla funkcionirati, mora imati poslovnu organizaciju te razvijenu strukturu kako bi se njom moglo upravljati. Najčešće možemo vidjeti banke organizirane prema funkcionalnom načelu s nekim naznakama divizijske (sektorske) forme. Kad govorimo o sektorskoj formi, tada mislimo na mrežu filijala (poslovnica) izvan sjedišta banke i središnju bankovnu instituciju koja svoje poslovanje provodi kroz mrežu poslovnica i podružnica. Da bi taj sustav funkcionirao, trebaju postojati: jasno određen sustav odlučivanja i naređivanja, definirana pravila ponašanja i komunikacije i među zaposlenicima i prema klijentima, administrativna podrška, informatička podrška, sustav sigurnosti i procjene rizika, interna revizija i sl. Važnost izbora organizacijske strukture ističe se upravo kroz potencijalne pogreške u oblikovanju organizacije koje mogu imati značajan negativni utjecaj na poslovanje banke. Da bi banka poslovala, mora imati osnovna tijela u svojoj strukturi, a to su: Skupština dioničara banke, Nadzorni odbor banke, Uprava banke, Ured uprave, Poslovi strategije i razvoja, Odjel unutarnje revizije, Sektor upravljanja rizicima, Sektor gospodarstva, Sektor građanstva, Sektor riznice, Sektor operativnih poslova, Sektor računovodstva i financijske kontrole, Sektor pravnih, kadrovskih i općih poslova, Sektor informatike, Podružnice, Poslovnice... Banke obično imaju organizaciju koja označava grupu poslovanja, koje se onda dijeli na sektore, sektori se dijele na direkcije, urede ili odjele. Količina organizacijskih dijelova ovisi o veličini banke i potrebama koje banka ima u svome poslovanju.<sup>6</sup> Također, sama organizacija banke uvelike ovisi o veličini banke, što je najbolje vidljivo na prikazanoj usporedbi organizacijske strukture male banke (Slika 1.) i velike banke (Slika 2.).

---

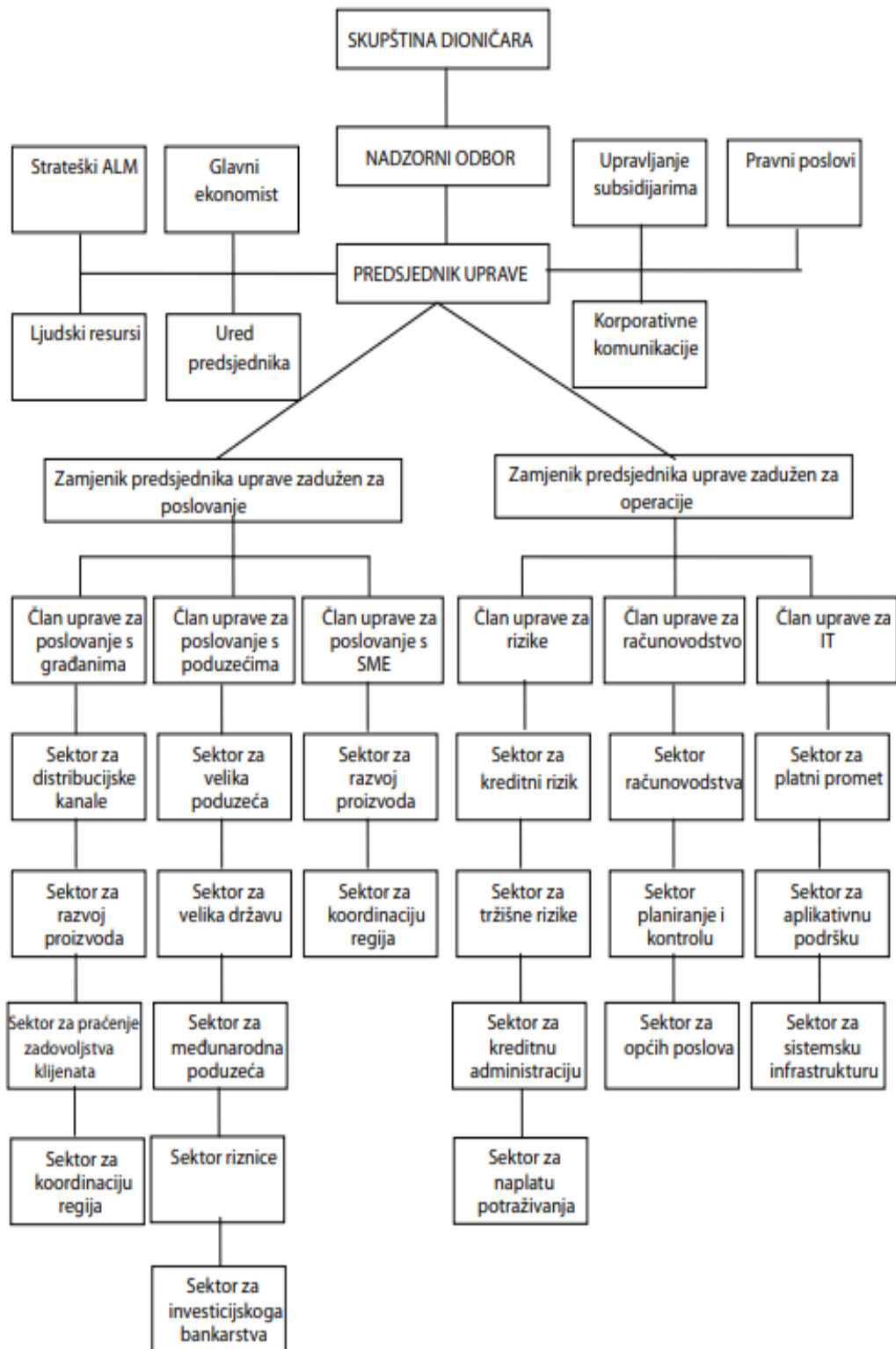
<sup>6</sup> Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2011). *Bankarsko poslovanje*. RRIF plus, str. 518.

Slika 1. Organizacijski oblik male banke u Hrvatskoj



Izvor: Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2011). *Bankarsko poslovanje*. RRiF plus, str. 520.

Slika 2: Organizacijski oblik velike banke u Hrvatskoj



Izvor: Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijačić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnjik, D. (2011). *Bankarsko poslovanje*. RRI plus, str. 522.

Napravimo li usporedbu između malih i velikih banaka, ono što prvo možemo uočiti je razlika u broju odjela poslovanja. Kod velikih banaka su jasno uočljivi odjeli poslovanja koji su izravno povezani s upravom, a kod malih banaka ne postoji ured uprave i glavnog ekonomista. Budući da se sve bankovne institucije kreću u smjeru koji određuje tržište, nastojeći ponuditi sve veću lepezu bankarskih ali i financijskih usluga, dolazi do potrebe takozvane „specijalizacije banaka“. Kad govorimo o vrstama banaka, najčešće se zapravo želimo osvrnuti na poslovnu specijalizaciju banaka. Banke se, s obzirom na vrstu poslovanja i politike koju vode, dijele na:

- univerzalne banke – banke koje obavljaju sve bankarske poslove potrebne njihovim klijentima
- komercijalne i investicijske banke - komercijalne banke koje su orijentirane na specifične klijente, najčešće građane, dok investicijske banke obavljaju poslove investicijske prirode za svoje klijente
- trgovačke banke – visoko specijalizirane banke koje imaju izrazito ciljnu djelatnost
- štedne banke, štedionice i kreditne unije – specijalizirane banke koje se fokusiraju na pojedine segmente poslovanja s pojedinim skupinama klijenata unutar ekonomije
- bankarske holding kompanije – poduzeća koja su vlasnici različitih banaka i financijskih institucija. Svoj portfelj kreiraju tako što kupuju banke koje imaju različite karakteristike
- financijski konglomerati – super banke koje, osim bankarskih, pružaju i druge usluge financijske prirode. Ovakve banke obuhvaćaju puno širi spektar financijskih usluga od univerzalnih banaka.<sup>7</sup>

Razlike između banaka ponajviše se očituju po proizvodima i uslugama koje nude svojim klijentima, temeljem čega se i kreira ciljana grupa klijenata banke. Pod utjecajem razvoja ekonomije, tržišta kapitala i financijskih usluga, javlja se svojevrsni paradoks u bankarskom poslovanju. Budući da su potrebe pojedinih klijenata za financijskim uslugama sve veće i sve češće izvan okvira tradicionalnog bankarskoga poslovanja, bankarska grupa ne sastoji se samo

---

<sup>7</sup> Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2011). *Bankarsko poslovanje*. RRiF plus., str. 538.



od banka već i drugih financijskih institucija, a sve u svrhu zadovoljavanja potreba financijskog tržišta.

*Zakonom o kreditnim institucijama* regulirane su bankovne usluge koje banka može pružati svojim klijentima u Republici Hrvatskoj. Bankovne usluge su primanje depozita ili drugih povratnih sredstava od javnosti i odobravanje kredita iz tih sredstava, za svoj račun, kao i otkup potraživanja s regresom ili bez njega, financijski najam, izdavanje garancija ili drugih jamstava, izdavanje drugih instrumenata plaćanja, iznajmljivanje sefova, posredovanje pri sklapanju poslova na novčanom tržištu, sudjelovanje u izdavanju financijskih instrumenata, usluge savjetovanja, izdavanje elektroničkog novca te investicijske i pomoćne usluge.

Prema Članku 8. *Zakona o kreditnim institucijama*, uz glavne usluge, banke su u mogućnosti pružati i neke dodatne financijske usluge:

- 1) poslovi distribucije osiguranja u skladu s propisima kojima se uređuje osiguranje
- 2) pružanje usluga upravljanja platnim sustavima u skladu s odredbama posebnog zakona
- 3) druge usluge koje kreditna institucija može pružati u skladu s odredbama posebnog zakona
- 4) trgovanje zlatom
- 5) usluge dostave podataka u skladu s propisima kojima se uređuje tržište kapitala
- 6) druge usluge ili poslovi koji s obzirom na način pružanja i rizik kojem je kreditna institucija izložena, imaju slične karakteristike kao i osnovne financijske usluge iz stavka 1. ovoga članka, a navedene su u odobrenju za rad kreditne institucije.<sup>8</sup>

U velikom rasponu današnjih mogućnosti banaka, u smislu usluga koje one mogu ponuditi svojim klijentima, ne smijemo zaboraviti koje su njihove glavne uloge, a one danas uključuju:

- posrednička uloga - pretvaranje štednih uloga primljenih primarno od kućanstava u kredite poslovnim poduzećima i drugima kako bi oni mogli investirati u nove nekretnine, opremu i druga dobra
- uloga plaćanja - obavljanje plaćanja za robu i usluge u ime svojih klijenata (izdavanjem i obračunom čekova, osiguravanje kanala za obavljanje elektroničkog plaćanja)
- uloga jamca - podupiranje svojih klijenata pri plaćanju njihovih dugova kad oni nisu u

---

<sup>8</sup> Zakon o kreditnim institucijama, Narodne novine, 159/2013.

možnosti izvršiti plaćanje (na primjer, izdavanjem akreditiva)

- uloga upravljanja rizikom - pomaganje klijentima da se financijski pripreme za rizik gubitka vlasništva, osoba i financijske imovine
- uloga investicijskog bankarstva – pomaganje korporacijama i državama u prodaji vrijednosnica i prikupljanju novih sredstava
- uloga savjetnika za štednju/investicije - pomaganje klijentima u ispunjenju njihovih dugoročnih ciljeva u svrhu boljeg života, i to putem stvaranja uštede i njezinim ulaganjem
- uloga pohranjivanja i čuvanja/ procjene vrijednosti - pohranjivanje i čuvanje dragocjenosti klijenata i izdavanje potvrde o njihovoj stvarnoj vrijednosti
- uloga agencije - djelovanje u ime svojih klijenata kad je riječ o upravljanju i zaštiti njihova vlasništva
- uloga ekonomske politike – služeći kao kanal za provođenje državnih politika kojima se pokušava regulirati rast gospodarstva i ostvariti društveni ciljevi.<sup>9</sup>

Sagledamo li sve dosad navedeno, možemo vidjeti koliko je s godinama razvoja poslovanje bankarskih institucija postalo sve složenije. Mogućnosti poslovanja i strukture banaka danas su raznovrsne iako nikad ne smijemo izostaviti ono osnovno što je propisano od strane regulatora u smislu osnovnih poslovnih jedinica i glavnih uloga koje banke moraju nositi. Sama organizacija i veličina banke utječe na odabir usluga koje će ona nuditi svojim klijentima, a malo više o podjeli bankarskih poslova bit će objašnjeno u nastavku rada.

### **2.3. Podjela bankovnih poslova**

Bankovne poslove unutar banke dijelimo prema različitim obilježjima koja ih opisuju, a glavna značajka je uloga banke u provođenju tih poslova. Banka se može javiti kao dužnik, ali i kao vjerovnik. Banka može obavljati upravno-kontrolne poslove ili poslove za svoj račun. Bankarske poslove možemo podijeliti u četiri glavne kategorije: aktivne i pasivne bankovne poslove te neutralne i vlastite bankovne poslove.

Kad govorimo o aktivnim bankarskim poslovima, tu najčešće ubrajamo poslovanje prema građanstvu i poduzećima putem kredita. Aktivni bankarski poslovi se javljaju kao plasmani u

---

<sup>9</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 9.

aktivni bankarske bilance te zbog toga možemo reći da su aktivni bankarski poslovi bankarski poslovi u kojima se banka pojavljuje kao vjerovnik, a korisnik plasiranog kredita je dužnik od kojeg banka zaprima kamatu. Za aktivne bankarske poslove također možemo zaključiti da su ujedno i najvažniji za poslovanje banke, budući da je odobravanje kredita poduzećima i pojedincima ujedno i jedna od primarnih funkcija banaka. Aktivne bankarske poslove dijelimo u nekoliko kategorija, a glavni kriterij je kriterij ročnosti prema kojemu razlikujemo: kratkoročne aktivne bankarske poslove (tu ubrajamo kratkoročne kredite do godine dana), srednjoročne aktivne bankarske poslove (najčešće namjenski i nenamjenski krediti do pet godina čije definiranje dosta ovisi o banci) i dugoročne aktivne bankarske poslove (tu ubrajamo dugoročne hipotekarne, stambene i investicijske kredite za poduzeća i građanstvo od pet godina naviše).

S druge strane, kod pasivnih bankarskih poslova banka se javlja kao dužnik. Budući da kod ovih poslova promatramo dug banaka, ovi bankarski poslovi se pojavljuju u pasivi bilance banke. Pasivne poslove također dijelimo na kratkoročne i dugoročne. Glavno obilježje dugoročnih pasivnih bankarskih poslova je da su to poslovi čiji rok nije unaprijed poznat te im je trajanje preko godine dana. U dugoročne pasivne poslove banke ubrajamo: emisiju dionica, oročene depozite, dugoročne depozite države i javnih ustanova, izdavanje obveznica i dugoročne kredite iz inozemstva.

U kratkoročne bankarske poslove možemo ubrojiti sve one poslove čiji je rok do godine dana, a to su: emisija novca, depoziti transakcijskih računa, štedni depoziti po viđenju, zaduživanje banaka kod drugih banaka i centralne banke radi održavanja likvidnosti, blagajnički zapisi i druge kratkoročne zadužnice te diskont/eskont vlastitih mjenica. Svakako možemo zaključiti da su pasivni bankarski poslovi ključni za održavanje likvidnosti banke, ali i za prikupljanje sredstava za daljnje poslovanje te za plasman kredita pojedincima i poduzećima.

Neutralni bankarski poslovi jedni su od najstarijih bankarskih poslova. Obavljajući neutralne bankarske poslove banka se ne pojavljuje u ulozi vjerovnika, a ni u ulozi dužnika - banka ovu vrstu poslova obavlja uvijek u tuđe ime i za tuđi račun, ili u svoje ime, a za tuđi račun. Točnije, banka nosi ulogu posrednika, opunomoćenika ili jamaca svog komitenta. Banka obavlja određene uslužne, posredničke ili komisione poslove za svoje klijente za koje, u konačnici, naplaćuje bankarsku proviziju ili ugovorenu naknadu (nekamatni prihodi), zbog čega se ovi poslovi često nazivaju i posrednički bankarski poslovi. Porast ovog oblika bankarskog poslovanja najviše je uvjetovan razvojem robnog i nerobnog prometa. U suvremenom

bankarskom poslovanju vidljiv je svakodnevni rast neutralnih bankarskih poslova zbog sve izraženije konkurencije, nebankarskih financijskih institucija. Zbog svega navedenog, banke su primorane sve više nuditi i, takozvane, neklasične bankarske poslove, kao što su: lizing, faktoring i slično. Najčešći neutralni bankarski poslovi su:

- usluge po transakcijskim računima
- upravljanje tuđom imovinom
- kreditne kartice
- usluge vezane uz stambeno kreditiranje
- kupoprodaja deviza
- vođenje investicijskih i mirovinskih fondova
- čuvanje i upravljanje sefovima
- usluge investicijskog bankarstva
- računovodstvene usluge
- financijsko savjetovanje te brojne druge usluge.

Uslužni bankovni poslovi postaju sve važniji u poslovanju banaka zbog toga što nekamatni prihodi imaju pozitivne učinke na pokazatelje profitabilnosti banke.<sup>10</sup> Od gore navedenih neutralnih bankarskih poslova za poslovanje banke je najvažniji platni promet. Pod pojmom *platni promet* ubrajamo sve vrste plaćanja između različitih subjekata (osoba) temeljem međusobne pravne osnove, gdje banka ima ulogu posrednika između subjekata. Platni promet možemo podijeliti na gotovinski, bezgotovinski i obračunski. Kad govorimo o neutralnim bankarskim poslovima, možemo zaključiti da su oni lančano povezani s aktivnim i pasivnim bankarskim poslovima te sama kvaliteta usluge neutralnih poslova izravno utječe na intenzitet, kvalitetu i kvantitetu pasivnih i aktivnih bankovnih poslova te zajedno s njima stvara onu snagu i ulogu banke koju ona ima u suvremenim gospodarskim uvjetima.<sup>11</sup>

Vlastiti bankarski poslovi su svi oni poslovi koje banka obavlja u svoje ime i za svoj račun s ciljem ostvarivanja profita. To su poslovi novijega datuma, a rezultat su razvoja tržišta i tržišnih gospodarstava te globalizacije uopće. U vlastite bankarske poslove ubrajamo: arbitražne poslove, burzovne špekulacije i osnivanje industrijskih poduzeća ili sudjelovanje u dioničarskim društvima.

---

<sup>10</sup> Pavišić, I. (2020). *Analiza bankovnih poslova na primjerima banaka u Republici Hrvatskoj* (Doctoral dissertation, University of Zagreb. Faculty of Economics and Business. Department of Finance). str. 27.

<sup>11</sup> Vučeta, M. (2019). *ZNAČAJ BANKARSKOG KREDITIRANJA ZA GOSPODARSTVO REPUBLIKE HRVATSKE* (Doctoral dissertation, Karlovac University of Applied Sciences. Business Department). str. 15.

Arbitražni poslovi obuhvaćaju poslove kupnje i prodaje prvenstveno deviza, manje valuta te danas sve više vrijednosnih papira s ciljem ostvarenja dobiti na razlici između kupovnih i prodajnih cijena. Ako banka kupuje i prodaje vrijednosne papire na burzi s ciljem zarade na razlici između prometne i terminske kotacije (notiranja) vrijednosnog papira, tada se radi o burzovnim špekulativnim poslovima. Najpoznatiji ovi poslovi su SWAP poslovi. Rjeđi oblik vlastitih bankarskih poslova je osnivanje ili sudjelovanje u dioničkim društvima. U Hrvatskoj ovaj bankarski posao je čest u nešto izmijenjenom obliku, budući da veliki broj banaka postaje vlasnikom nelikvidnih, nerentabilnih poduzeća iz naslova naplate svojih potraživanja kroz institut realnog pokrića. Razumljivo, ovi poslovi najčešće nisu rentabilni niti profitabilni i u biti predstavljaju jedan prijelazni oblik koji znatno opterećuje bankarski sustav u cjelini.<sup>12</sup>

Kroz godine razvoja i poslovanja banaka možemo vidjeti da su one jako proširile usluge koje nude, ali i promijenile način poslovanje, sve u svrhu da bi ostale konkurentne, ali i odgovorile svakodnevnim zahtjevima tržišta. Banke na raznorazne načine sudjeluju u financiranju brojnih projekata i poslovanja kako za privatna poduzeća tako i za državu. Sve to banke dovodi pred brojne izazove ali i rizike na koje trebaju pravovremeno odgovoriti kako bi održale sigurnost, efikasnost, likvidnost i solventnost poslovanja, a više o tome nalazi se u nastavku ovog rada u poglavlju 7. *Rizici poslovanja*.

#### **2.4. Struktura bankovne bilance i prihoda**

Bilanca banke jedan je od najvažnijih financijskih izvještaja za poduzeće. Ona prikazuje obujam i komponente izvora sredstava (financijski inputi) koji su pribavljeni za financiranje kreditnih i investicijskih aktivnosti kao i iznos sredstava plasiran u kredite, vrijednosne papire i ostala korištenja sredstava (financijski outputi) u bilo kojem trenutku u vremenu. Točnije, vrijednosti evidentirane u bilanci procjenjuju se u jednom trenutku u vremenu (npr. posljednjeg dana tromjesečja ili godine).<sup>13</sup>

Pojednostavljeno rečeno, bilanca je osnovni alat koji nam pomaže u razumijevanju poslovanja banke. Važno je održavati uravnoteženost aktive i pasive bilance kako bismo mogli reći da je poslovanje banke stabilno. U bilanci iščitavamo izvore sredstava banke (obveze/pasivu) te svrhe ili upotrebe za koje se one koriste (imovinu/aktivu). Na strani aktive pronalazimo rezerve i gotovinu, vrijednosne papire, kredite i ostalu materijalnu imovinu. Na strani pasive nalaze se

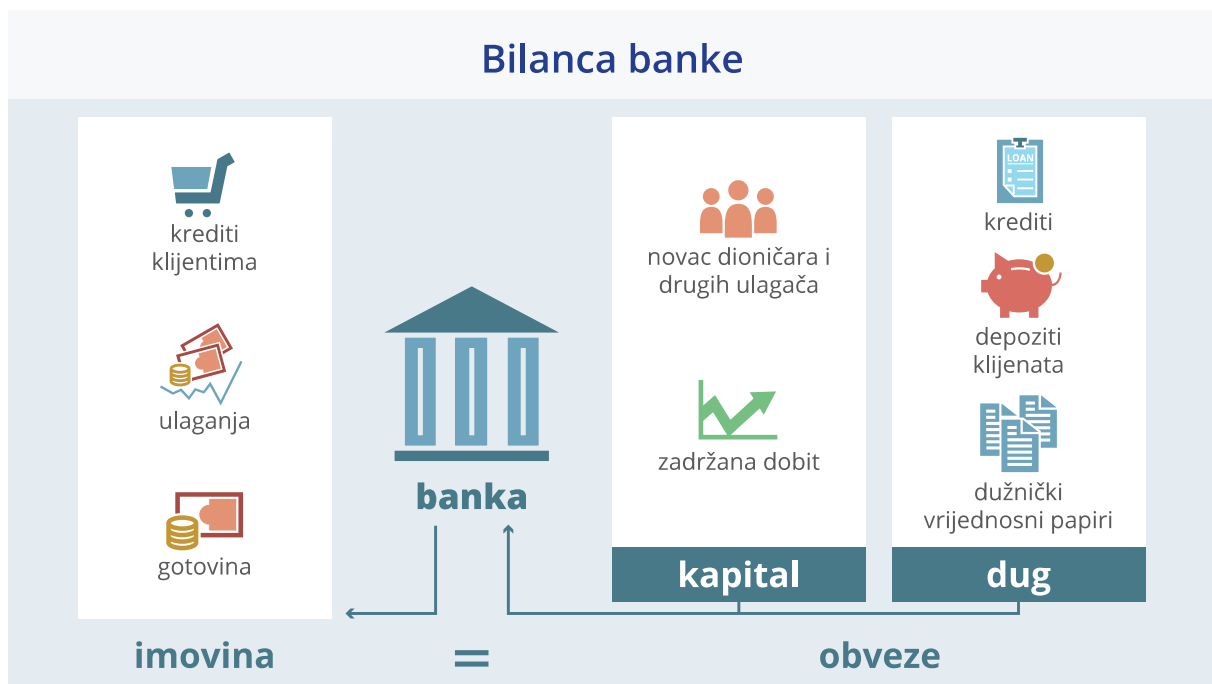
---

<sup>12</sup> Moj bankar. Dostupno na: <https://www.moj-bankar.hr> (pristupljeno 30. 10. 2023.)

<sup>13</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 130.

transakcijski depoziti (po viđenju), oročeni depoziti, zaduženja (kredit), trajni temeljni kapital. Možemo promatrati, s jedne strane, *Pasivu* (obveze i temeljni kapital) kao akumulirane izvore sredstava koje banci daju kupovnu moć za stjecanje imovine, i, s druge strane, *Aktivu banke* koja predstavlja akumulirano korištenje sredstava, koja su stvorena za stvaranje prihoda vlasnicima dionica, plaćanje kamata deponentima i kompenziranje radnicima za uloženi rad i znanje. Prema gore navedenom, da bi bilanca bila uravnotežena, osnovno načelo glasi: ukupni izvori sredstava moraju biti jednaki ukupnom korištenju sredstava, što također možemo vidjeti na Slici 3.<sup>14</sup>

Slika 3. Bilanca banke



Izvor: Europska središnja banka (mrežna stranica). Zašto banke moraju držati kapital?. Dostupno na: <https://bankingsupervision.europa.eu> (pristupljeno 11. 11. 2023.)

Investicijski vrijednosni papiri u bilanci banke nose dvije važne uloge te ulaze u likvidni i prihodovni dio bilance. Likvidni portfelj vrijednosnih papira drugi je stupanj zaštite u pogledu zahtjeva za gotovinom koji se često naziva *sekundarnim rezervama* ili se u regulatornim izvještajima pojavljuje kao „vrijednosni papiri raspoloživi za prodaju“. Ova stavka uglavnom uključuje kratkoročne državne vrijednosne papire i privatna izdanja vrijednosnih papira tržišta novca, uključujući oročene depozite koji nose kamatu, a drže se kod drugih banaka, kao i komercijalne zapise. Sekundarne rezerve su negdje u sredini između gotovinskih sredstava i kredita, ostvaruju nešto prihoda, ali se uglavnom drže zbog lakoće pretvaranja u gotovinska sredstva u kratkom vremenu. S druge strane obveznice, mjenice i drugi vrijednosni papiri, koji

<sup>14</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 131.

se drže prvenstveno zbog njihove očekivane stope povrata ili prinosa, poznati su kao *prihodovni dio investicijskih vrijednosnih papira* (oni se u izvještajima regulatornih tijela nazivaju i vrijednosnim papirima koji se drže do dospijeca). Ovi vrijednosni papiri često se dijele na *oporezive vrijednosne papire* - na primjer, američke državne obveznice i note, vrijednosni papiri koje su izdale razne federalne agencije te korporativne obveznice i note - i *na vrijednosne papire koji su oslobođeni poreza*, a to su uglavnom državne obveznice i obveznice lokalnih tijela vlasti (municipalne obveznice). Investicijski vrijednosni papiri mogu biti evidentirani u knjigama banke prema originalnom trošku ili prema tržišnoj vrijednosti, ovisno o tome koja je vrijednost niža. Vrijednosni papiri kupljeni u svrhu osiguranja kratkoročnih dobitaka od kratkoročnih kretanja cijena, nisu obuhvaćeni stavkom „Vrijednosni papiri“, oni su prikazani kao *sredstva na računu za trgovanje*.<sup>15</sup>

Neosporno najveća stavka aktive je kreditni portfelj banke, koji obuhvaća gotovo od polovine do tri četvrtine ukupne vrijednosti cjelokupne aktive banke. Međutim, investicijski portfelj, odnosno plasmani banke u vrijednosne papire imaju uistinu manji izvor prihoda, ali dobar su način optimizacije kreditnoga potencijala i održavanja zadovoljavajuće kvalitete aktive banke, budući da omogućavaju postizanje diverzifikacije plasmana banke, što je jedan od glavnih ciljeva za ograničavanje rizika banke.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 132-134.

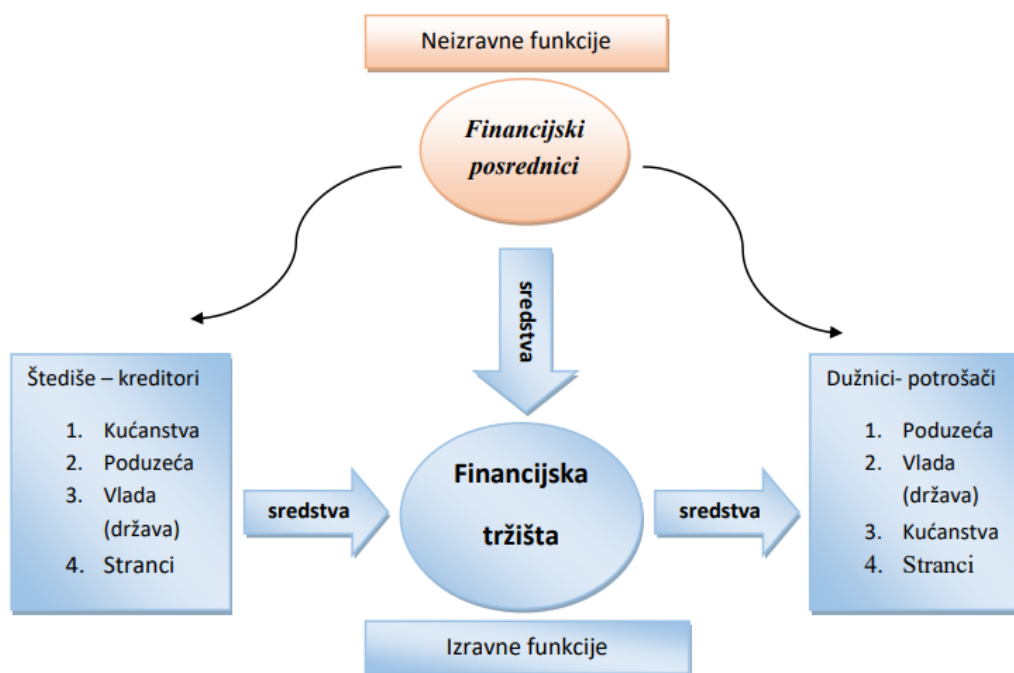
<sup>16</sup> Barjaktarović, M. (2012). Upravljanje investicionim portfoliom banke. *EMC REVIEW-ECONOMY AND MARKET COMMUNICATION REVIEW*, 3(1).

### 3. FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Pojam *financijsko tržište* sastoji se od dvije međusobno povezane riječi koje obuhvaćaju proces financiranja i oznaku mjesta gdje se to financiranje odvija. Stoga i opća definicija financijskoga tržišta glasi: *financijsko tržište je zajednički naziv za sva specijalizirana, međusobno povezana tržišta na području neke zemlje na kojima se susreću ponuda i potražnja za različitim financijskim instrumentima. Financijski instrumenti su novac i njegovi surogati te sve vrste vrijednosnih papira*<sup>17</sup>.

Kao i svako drugo tržište, financijsko tržište osjetljivo je na promjene ponude i potražnje; točnije, promjena kamatnih stopa koju regulira središnja banka uvelike utječe na ponudu novca na tržištu, pa tako i na sve ostale financijske instrumente. Sa stajališta ponude i potražnje, financijska tržišta vode važnu ekonomsku ulogu koja podrazumijeva preusmjeravanje uštedenog novca ljudi i organizacija, takozvanih viškova prema ljudima i organizacijama s manjkom novčanih sredstava jer žele više trošiti od ostvarenoga dohotka.

Slika 4. Prikaz financijskoga tržišta



Izvor: Cingula, M., & Čalopa, M. K. (2003). *Financijske institucije i tržište kapitala*

Pogledamo li Sliku 4. možemo zaključiti da je tu jasno prikazana glavna funkcija financijskoga

<sup>17</sup> Klačmer, Čalopa M.; Cingula, M. (2012.) *Financijske institucije i tržište kapitala*. Varaždin: FOI



tržišta, a to je posredovanje (intermedijacija) odnosno transfer sredstava od stranaka s viškom kapitala prema strankama kojima su sredstva potrebna. Ovaj proces intermedijacije stvara učinkovita tržišta i smanjuje troškove poslovanja. Poslovne banke pritom imaju jednu od najznačajnijih uloga intermedijara na financijskome tržištu.

Ako bismo htjeli točnije okarakterizirati financijsko tržište, možemo ga opisati s pet ključnih karakteristika koje ga definiraju, a to su:

- amplituda: financijsko je tržište šire što je veći opseg imovine kojom se njime trguje. Ako je na tržištu mnogo ulagača, trgovat će se s više imovine i stoga će biti veće širine
- transparentnost: jednostavnost dobivanja informacija na financijskome tržištu
- sloboda: utvrđeno nepostojanjem zapreka za kupnju i prodaju
- dubina: financijsko je tržište dublje što je veći broj naloga za kupnju - prodaju
- fleksibilnost: postrojenje za brzo djelovanje agenata prije pojave želje za kupnjom ili prodajom.<sup>18</sup>

Ključne uloge financijskih tržišta su i osiguravanje niskih troškova transakcija i protok informacija, osiguravanje likvidnosti pružanjem mehanizma za ulagača da proda financijsku imovinu, pružanje sigurnosti u poslovanju s financijskom imovinom i pružanje pogodnosti za interakciju između ulagača i zajmoprimaca.

Financijska tržišta možemo okarakterizirati kao složena tržišta, budući da se sastoje od velikog broja sudionika i različitih aktivnosti koje se odvijaju na njemu. Radi lakšeg snalaženja, ali i razumijevanja, razvijena je podjela financijskoga tržišta na manje segmente prema sljedećim kriterijima:

*Prema kriteriju zavisnosti od odlika trgovine financijskim instrumentima, financijska tržišta dijele se na:* primarna emisijska i sekundarna tržišta. Na primarnom financijskom tržištu, koje se naziva još i *tržište primarne emisije*, potencijalnim investitorima nude se novac i vrijednosni papiri po prvi put, a cilj takve primarne emisije je pribavljanje novčanih sredstava. S druge strane, sekundarno tržište je financijsko tržište na kojemu se prethodno izdani vrijednosni papiri mogu preprodati.<sup>19</sup>

*Prema kriteriju formalnosti strukture sekundarnih tržišta vrijednosnih papira, sekundarna financijska tržišta dijele se na:* spontani oblik tržišta i organizirani oblik tržišta. Spontani oblik

---

<sup>18</sup> Economy-pedia.com. Financijska tržišta. (mrežna stranica). Dostupno na: <https://hr.economy-pedia.com> (pristupljeno: 11. 10. 2022.)

<sup>19</sup> Cingula, M., & Čalopa, M. K. (2003). prema Vidučić, Lj., op. cit., str. 10.

sekundarnog tržišta je svojevrsno sivo tržište, odnosno kupoprodaja vrijednosnih papira koja nije zakonski popraćena. Stoga je organiziranost i reguliranost tržišta, uz provođenje fiskalne i monetarne politike, jedan od primarnih zadataka države na financijskome tržištu. Sekundarna financijska tržišta mogu biti organizirana kao burze i OTC tržišta (engl. *Over-the-counter market*).<sup>20</sup>

*Prema kriteriju načina prodaje financijskih instrumenata, financijska tržišta dijele se na: otvoreno i dogovoreno, odnosno sporazumno tržište. Kod otvorenog tržišta, kao što i sama riječ opisuje, primarna emisija vrijednosnih papira usmjerena je prema cjelokupno zainteresiranoj općoj javnosti. Na sporazumnom tržištu vrijednosni papiri se pri primarnoj emisiji prodaju unaprijed poznatom investitoru.*

*Prema kriteriju pribavljanja financijskih instrumenata, financijska tržišta se mogu podijeliti na: tržište vlastitog kapitala i zajmovno (kreditno) tržište. Na tržištu vlastitog kapitala poduzeća primarnom emisijom dionica povećavaju vlastiti kapital te se zbog toga ovo tržište još naziva i *tržište dionica*. Kreditno tržište uključuje sve tri kategorije zaduživanja - od kratkoročnog, srednjoročnog do dugoročnog oblika.*

*Prema kriteriju odabirom metode trgovanja, financijska se tržišta dijele na: dražbovna, dilerska i hibridna tržišta. Većina svjetskih sekundarnih tržišta kapitala (burza) imaju ulogu dražbovnih financijskih središta, odnosno zadatak uravnoteženja cijene putem postupka dražbe. Dilersko tržište je tržište na kojemu dileri kotiraju cijene po kojima kupuju odnosno prodaju vrijednosni papir, dok su hibridna tržišta kombinacija dražbovnog i dilerskoga tržišta.*

*Prema kriteriju dospelosti financijskih instrumenata, financijska tržišta se dijele na: tržište novca i tržište kapitala. Na tržištu novca obavlja se promet novčanom masom i instrumentima koji imaju rok dospjeća kraći od devet dana, dok se, s druge strane, na tržištu kapitala obavlja promet vrijednosnim papirima koji imaju rok dospjeća od godine i više, ili su trajne vrijednosti.<sup>21</sup>*

Mnogo financijskih institucija sudjeluje na financijskome tržištu ali se mogu grupirati prema više kriterija, a jedna od prihvaćenijih podjela je na depozitne i nedepozitne institucije.

---

<sup>20</sup> OTC (*Over-the-Counter*) je proces trgovanja vrijednosnim papirima preko mreže brokera – dilera, za razliku od centralizirane burze, kao što je Njujorška burza.

Dionice kojima se trguje putem OTC-a obično su manje tvrtke koje ne mogu ispuniti zahtjeve službenih burzi za uvrštenje na burzu.

<sup>21</sup> Cingula, M., & Čalopa, M. K. (2003). Financijske institucije i tržište kapitala.

Financijske institucije, kao primjerice banke i štedne banke, nazivaju se još i depozitne institucije. One obavljaju razne posredničke poslove te primaju novčana sredstva u obliku depozita koja imaju mogućnost dalje plasirati na tržište, najčešće u obliku kreditnog plasmana. Na prikupljena novčana sredstva banke i štedionice plaćaju kamate (pasivna kamata za banku), a na plasirana sredstva u obliku kredita naplaćuju kamatu (aktivna kamata za banku).

Najvažnija depozitna institucija je banka, čiji naziv potječe od talijanske riječi *banco* - što znači stol ili klupa. Na tim su klupama prvi bankari držali plitice pune različitog kovanog novca kako bi tijekom sajmova mogli obavljati mjenjačke poslove koji su se postupno promijenili u poslove primanja novca u depozit i izdavanje potvrda ili kredita o tome da se novac može podići kod drugih bankara<sup>22</sup>.

S druge strane, nedepozitne financijske institucije prikupljaju novčana sredstva, ali ne kreiraju obvezu primanja depozita. Primanje depozita je u biti obveza za tu instituciju koja je dužna (ima obvezu) isplatiti depozit onome koji ga je položio u tu instituciju. Prikupljena novčana sredstva smiju ulagati u sve oblike imovine, pa čak i odobravati kredite.<sup>23</sup> Najznačajnije nedepozitne institucije su investicijski i mirovinski fondovi te osiguravajuća društva. Njih još nazivamo i institucionalni investitori. Na važnosti su dobili krajem 20. stoljeća, kada dolazi do okretanja k netradicionalnim oblicima posredništva (kao što su institucionalni investitori) zbog stalnih promjena na tržištu. Najčešće su formirani kao društva, što posljedično znači da imaju vlastiti kapital i onaj prikupljeni koji dalje investiraju, vodeći pritom računa o diverzifikaciji rizika. Zbog svega navedenog, ali i velikog kapitala kojim raspolažu, imaju veliki utjecaj na tržište i samo formiranje cijena na njemu. Budući da je njihova popularnost sve veća i važnija, na samom financijskom tržištu je došlo do potrebe za boljim praćenjem i kontrolom, što u Republici Hrvatskoj većinski provodi HANFA.<sup>24</sup>

---

<sup>22</sup> Zoretić, G., Cingula, M. (2004), *Gospodarstvo 1*, Zagreb: Školska knjiga, str. 126.

<sup>23</sup> Cirimotić B. (2022), Što su financije? (mrežna stranica) Ekonomska baza. Dostupno na: <https://ekonomskabaza.hr> (pristupljeno 4. 11. 2023.)

<sup>24</sup> Cingula, M., & Čalopa, M. K. (2003). *Financijske institucije i tržište kapitala*.

Slika 5. Podjela financijskih institucija



Izvor: Institutional investors lab (mrežna stranica). Osnovno o financijskim institucijama. Dostupno na: <https://iilab.net.efzg.hr/edukacija/> (pristupljeno 8. 7. 2022.)

Glavna podjela financijskog tržišta upravo je ona koja dijeli tržište na tržište novca i tržište kapitala, budući da se sam ustroj financijskog tržišta najčešće gleda po mjerilu dospijeca financijskih instrumenata. Malo više detalja o ovim tržištima, kao i o instrumentima kojima se trguje na ovim tržištima, navodi se u nastavku rada.

### 3.1. Instrumenti tržišta novca

Tržište novca u osnovi se odnosi na dio financijskog tržišta na kojemu se trguje financijskim instrumentima visoke likvidnosti i kratkoročnog dospijeca i koji se obično mogu lako pretvoriti u gotovinu. Tržište novca postalo je sastavnica financijskog tržišta za kupnju i prodaju vrijednosnih papira kratkoročnih rokova dospijeca, od jedne godine ili manje.

Važna karakteristika instrumenata tržišta novca je njihova izuzetna likvidnost, lako su pretvorivi u novac i samim time manje rizični nego drugi instrumenti. Zbog toga je primarna funkcija transakcija koje se odvijaju na tržištu novca zapravo trajno i svakodnevno opskrbljivanje poslovnih subjekata odmah utrživim financijskim sredstvima koja im

omogućavaju održavanje konstantne likvidnosti u poslovanju. Neki od glavnih sudionika na tržištu novca su: ministarstvo financija, središnja banka, poslovne i štedne banke, sve pravne i fizičke osobe koje raspolažu novčanim sredstvima, osiguravajuća društva, investicijski fondovi i ostale financijske institucije. U Republici Hrvatskoj tržište novca omogućava centralnoj banci, tj. HNB-u, provođenje monetarno-kreditne politike, reguliranje ponude i potražnje novca, brži opticaj financijskih sredstva i ostvarivanje ciljeva politike.<sup>25</sup>

Brojni su financijskih instrumenti koji su dostupni sudionicima tržišta novca i koje one mogu dodati svojim portfeljima, a neke od najčešćih su trezorski zapisi, kratkoročne trezorske zadužnice i obveznice, vrijednosni papiri federalnih agencija, certifikati o depozitu, međunarodni euro valutni depoziti, bankovni akcepti, komercijalni zapisi i kratkoročne municipalne obveznice. U Tablici 1. su prikazani ključni nedostaci i prednosti popularnih investicijskih vrijednosnih papira na tržištu novca, specifičnih za američko financijsko tržište.

Tablica 1. Instrumenti tržišta novca

| Instrumenti tržišta novca |   |   |  |   |   |  |  |  |
|---------------------------|---|---|--|---|---|--|--|--|
|                           | Trezorski zapisi  | Kratkoročni trezorski zapisi i obveznice  | Vrijednosni papiri federalnih agencija   | Certifikati o depozitu  | Međunarodni eurovalutni depoziti                                  | Bankovni akcepti   | Komercijalni papiri  | Kratkoročne municipalne obveze   |
| <b>Ključne prednosti</b>  | <i>Sigurnost i visoka likvidnost<br/>Dobar kolateral za pozajmljivanje<br/>Mogu se založiti iza državnih depozita</i> | <i>Sigurnost<br/>Dobro tržište za ponovnu prodaju<br/>Dobar kolateral za pozajmljivanje<br/>Nude prinose obično više od prinosa na trezorske zapise</i> | <i>Sigurnost<br/>Dobri za prosječno tržište za ponovnu prodaju<br/>Dobar kolateral za pozajmljivanje<br/>Viši prinosi od onih na američke državne zapise</i> | <i>Osigurani na najmanje 100.00 USD<br/>Prinosi viši od onih na trezorske vrijednosne papire<br/>Velike denominacije često utržive preko dilera</i> | <i>Nizak rizik<br/>Viši prinosi u odnosu na mnoge domaće CD-e</i> | <i>Nizak rizik zbog višestrukih kreditnih garancija</i>  | <i>Nizak rizik zbog visoke kvalitete zajmoprimca</i>                                 | <i>Kamatni prihod oslobođen poreza</i>                                   |
| <b>Ključni nedostaci</b>  | <i>Niski prinosi u odnosu na druge financijske instrumente<br/>Oporezive zarade</i>                                   | <i>Veći rizik cijene u odnosu na trezorske zapise<br/>Oporezivi dobiti i zarade</i>   | <i>Manje utrživi od trezorskih vrijednosnih papira<br/>Oporezivi dobiti i zarade</i>   | <i>Ograničeno tržište ponovne prodaje za dugoročnije CD-e<br/>Oporezive zarade</i>  | <i>Kolebljive kamatne stope<br/>Oporezive zarade</i>              | <i>Ograničena dostupnost specifičnih dospjeća<br/>Izdaju se u neparnim denominacijama<br/>Oporezive zarade</i> | <i>Kolebljivo tržište<br/>Siromašno tržište ponovne prodaje<br/>Oporezive zarade</i> | <i>Ograničeno tržište ponovne prodaje<br/>Oporezivi Kapitalni dobiti</i> |

Izvor: Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 316.

<sup>25</sup> Florjanović, S. (2020). Uloga financijskog tržišta i mogućnosti financiranja poslovanja (Doctoral dissertation, University North. University centre Varaždin. Department of Technical and Economic Logistics).

Trezorski zapisi su specifični kratkoročni vrijednosni papiri koji zauzimaju najveći udio instrumenata na tržištu novca. Njihov rok dospeljeća može biti od tri mjeseca do godinu dana od izdavanja ovog instrumenta tržišta novca. Za njihovo izdavanje zadužene su državne institucije, kao što su: centralne banke, državne agencije te ministarstvo financija sa svrhom uspostavljanja ravnoteže između državnih prihoda i državnih rashoda.<sup>26</sup> Trezorski zapisi se izdaju na tjednim i mjesečnim aukcijama i posebno su atraktivni financijskim poduzećima zbog toga što imaju veliki stupanj sigurnosti, imaju poreznu potporu federalne vlade, njihove tržišne cijene su relativno stabilne, a i dobro su utrživi. Također, mogu poslužiti kao kolateral za povlačenje sredstava od drugih institucija. Trezorski zapisi se izdaju i njima se trguje uz diskont od nominalne vrijednosti te se zbog toga povrat ulagaču sastoji samo od porasta cijene kako se trezorski zapis približava dospeljeću. Stopa povrata (prinos) na trezorske zapise izračunava se s pomoću bankovne diskontne metode koja koristi nominalnu vrijednost svakog zapisa po dospeljeću kao osnovu za izračunavanje njegova povrata.<sup>27</sup>

Kratkoročne trezorske zadužnice i obveznice su instrumenti s poprilično dugim dospeljećem, od jedne do 10 godina za zadužnice i preko 10 godina za obveznice. Da bi ih mogli ubrojiti u instrumente tržišta novca, gledamo samo one vrijednosne papire koji dosegnu dospeljeće do godinu dana. Ako ih usporedimo s trezorskim zapisima, možemo zaključiti da su manje osjetljivi na kamatni rizik, ali i manje utrživ, te je njihov povrat obično veći i imaju veći potencijal stvaranja kapitalnih dobitaka. Trezorske zadužnice i obveznice su kuponski instrumenti, što znači da ulagačima obećavaju fiksnu stopu povrata, iako očekivani povrat može pasti ispod ili se popeti iznad obećane kuponske stope zbog fluktuacije tržišne cijene vrijednosnih papira.<sup>28</sup>

Vrijednosni papiri federalnih agencija predstavljaju obveznice i zadužnice koje prodaju agencije koje su ili u vlasništvu ili su osnovane od strane federalne vlade. Diskontne zadužnice predstavljaju najpoznatije agencijske vrijednosnice. Diskontne zadužnice su kratkoročna sredstva koje agencija posuđuje po cijeni koja je niža od njihove nominalne cijene, a dospeljeće im je preko noćno, ali može biti i do godinu dana. Izdaju se u većini slučajeva u obliku knjižnog potraživanja, no mogu biti izdane i u obliku certifikata na donositelja, te se u tom slučaju njihova dobit izračunava na temelju 360 dana. Prihod od kamata ovog oblika zadužnica je

---

<sup>26</sup> Klačmer, Čalopa, M.; Cingula, M. (2012). Financijske institucije i tržište kapitala. Varaždin: FOI, str. 24.

<sup>27</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 315.

<sup>28</sup> Ibid., str. 317.

podložan prvenstveno saveznim porezima, ali i lokalnom i državnom oporezivanju.<sup>29</sup>

Certifikati o depozitu su nedvojbeno jedni od najtraženijih vrijednosnih papira koje izdaju poslovne banke kao potvrdu za primljena oročena sredstva. Ovim vrijednosnim papirom depozitna banka se obvezuje da će po isteku vremena oročenja isplatiti nositelju certifikata o depozitu oročena sredstva zajedno s kamatama koje su utvrđene pri potpisivanju. Certifikati o depozitu izdaju se za vremensko razdoblje od 30 do 180 dana i služe kao garancija depozitnoj banci da u tom vremenu ima na raspolaganju posložena sredstva koja može plasirati na tržište kroz unaprijed dogovoreno razdoblje.<sup>30</sup> Banke često kupuju Certifikate o depozitu koje izdaju druge depozitne institucije jer ih smatraju privlačnim ulaganjem koje nosi mali rizik. Certifikati o depozitu imaju fiksne uvjete te postoje kazne zbog prijevremenog povlačenja sredstava. Depozitne institucije izdaju male, potrošački orijentirane, Certifikate o depozitu, od 500 do 100.000 dolara, te veće, poslovno orijentirane ili institucijski orijentirane, Certifikate o depozitu u denominacijama preko 100.000 dolara.<sup>31</sup>

Međunarodni euro valutni depoziti predstavljaju oročene depozite koji su izdani od strane najvećih svjetskih banaka i koji imaju fiksno dospijeće. Većina ima dospijeće od trideset, šezdeset ili devedeset dana kako bi se depoziti uskladili sa zahtjevima financiranja internacionalne trgovine. Međunarodni euro valutni depoziti u principu donose veću tržišnu dobit od domaćih zbog toga što nisu osigurani, slabije su likvidnosti te su osjetljiviji na ekonomske i političke promjene.<sup>32</sup>

Bankovni akcepti počeli su se koristiti još u 12. stoljeću, dok su svoju najveću važnost postigli sredinom 20. stoljeća, kada raste volumen međunarodnog trgovanja. Ovi vrijednosni papiri smatraju se jednim od najsigurnijih instrumenata na tržištu novca, budući da predstavljaju obećanje banke da će vlasniku isplatiti određeni iznos novca na neki određeni budući datum. Bankovni akcept zapravo je vrijednosni papir u obliku mjenice koji banku stavlja u dužnički odnos prema imatelju takve mjenice. Komitent banke vuče mjenicu na banku koja ju je u svojstvu dužnika potpisala, odnosno akceptirala. Svojim potpisom banka se obvezuje da će akceptiranu mjenicu na dan dospijeća isplatiti donositelju mjenice. Bankovni akcepti predstavljaju lako utrživi vrijednosni papir zbog toga što komitent banke nakon njezina

---

<sup>29</sup> Rožanković, J. (2018). Struktura portfelja vrijednosnih papira hrvatskih kreditnih institucija. Završni rad. Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“, str. 5.

<sup>30</sup> Klačmer, Čalopa M.; Cingula, M. (2012) Financijske institucije i tržište kapitala. Varaždin: FOI, str. 24.

<sup>31</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 317.

<sup>32</sup> Ibid., str. 5 – 6.

akceptiranja ima mogućnost trgovanja s tom mjenicom na tržištu novca.<sup>33</sup> Stope povrata na akcepte blizu su prinosa na euro valutne depozite i trezorske zapise. Također, važna prednost akcepta je da se oni mogu kvalificirati za diskontiranje (posudbu) kod banku Sustava federalnih rezervi, uz uvjet da se kvalificiraju kao prihvatljivi akcepti. Točnije, moraju biti denominirani u dolarima te obično ne smiju imati dospijeeće dulje od šest mjeseci i moraju proizići iz izvoza ili uvoza dobara ili iz skladištenja utrživih roba.<sup>34</sup>

Komercijalne zapise većinom nude velike korporacije kao što su banke, financijske kompanije i druge kredite institucije. Većina komercijalnih zapisa izdaje se uz diskont u odnosu na njihovu nominalnu vrijednost, iako neki zapisi nose obećanu stopu povrata (kupon).<sup>35</sup> Komercijalni zapisi nazivaju se još i trgovački papiri, a izdaju se s rokom dospijeeća do šest mjeseci. Ovi vrijednosni papiri stavljaju banku u dužnički odnos, a poduzeća i banke koriste ih za pribavljanje kratkoročnih novčanih sredstava. Budući da ih izdaju velike korporacije s određenim kredibilitetom, komercijalni zapisi najčešće nisu osigurani.<sup>36</sup>

Kratkoročne municipalne obveze su kratkoročni dužnički instrumenti koje najčešće izdaju državne i lokalne vlade kako bi podmirile trenutni nedostatak gotovine. Razlikujemo dva najčešća takva instrumenta, *porezno anticipativni zapisi* - koji se izdaju umjesto budućih očekivanih oporezivih prihoda, te *prihodno anticipativni zapisi* - koji se izdaju u svrhu pokrivanja troškova posebnih projekata. Municipalni zapisi privlačni su ulagačima koji snose visok porez na dobit jer je kamatni prihod zarađen od municipalnih zapisa oslobođen plaćanja federalnog poreza na dobit.<sup>37</sup> Glavni investitori u municipalne obveznice su financijske institucije – banke, investicijski i mirovinski fondovi te osiguravajuća društva.<sup>38</sup>

### 3.2. Instrumenti tržišta kapitala

Tržište kapitala je organizirano financijsko tržište koje je određeno ponudom i potražnjom slobodnih vrijednosnih papira. Mjesto koje uspješno povezuje ponudu i potražnju za kapitalom, a na njemu se susreću imatelji viška financijskih sredstava, s jedne, te tražitelji financijskih sredstava, s druge strane. Sudionici na tržištu kapitala najčešće se grupiraju kao: investitori (oni koji posjeduju slobodna financijska sredstva), korisnici kapitala (trgovačka društva ili drugi

<sup>33</sup> Klačmer, Čalopa M.; Cingula, M. (2012) Financijske institucije i tržište kapitala. Varaždin: FOI, str. 24.

<sup>34</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 317

<sup>35</sup> Ibid., str. 318.

<sup>36</sup> Ibid., str. 24.

<sup>37</sup> Ibid., str. 318.

<sup>38</sup> Rožanković, J.(2018). Struktura portfelja vrijednosnih papira hrvatskih kreditnih institucija. Završni rad. Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“, str. 7.



pravni entiteti koji vrše emisiju vrijednosnih papira), posrednici (banke, burze i ostale financijske institucije) i država. Samo tržište kapitala regulirano je brojnim zakonima i regulativama, a sve u cilju uspostave pravno sigurnoga, transparentnog i likvidnoga tržišta. Ovo tržište je najzaslužnije za prikupljanje dugoročnih novčanih sredstava koja su potrebna poduzećima i institucijama za razvoj perspektivnih dugoročnih strategija. Ovakvi uvjeti na tržištu omogućavaju subjektima s kredibilitetom prikupljanje kapitala, dok zauzvrat izdaju vrijednosne papire. Možemo zaključiti da kapital koji predstavlja novac stvoren na tržištu kapitala ima osnovnu svrhu i ulogu, a to je njegovo korištenje u investicijske svrhe. Neki od najpopularnijih instrumenata na tržištu kapitala su: trezorske zadužnice, municipalne obveznice, korporativni zapisi i obveznice te vrijednosni papiri osigurani imovinom.<sup>39</sup> U Tablici 2. prikazani su ključni instrumenti na tržištu kapitala te njihovi nedostaci i prednosti.

Tablica 2. Instrumenti tržišta kapitala

| Instrumenti tržišta kapitala |  |  |  |   |
|------------------------------|--|--|--|---|
|                              | Trezorske zadužnice i obveznice  | Municipalne (državne i lokalne) obveznice  | Korporativni zapisi i obveznice  | Vrijednosni papiri osigurani imovinom   |
| <b>Ključne prednosti</b>     | <i>Sigurnost<br/>Dobro tržište za ponovnu prodaju<br/>Dobar kolateral za pozajmljivanje<br/>Mogu se založiti iza državnih depozita</i>                 | <i>Kamatni prihod oslobođen poreza<br/>Visoka kredita kvaliteta<br/>Likvidnost i utaživost odabranih vrijednosnih papira</i> | <i>Viši prinosi prije oporezivanja nego na državne vrijednosne papire<br/>Pomoć u zaključivanju viših dugoročnih stopa povrata</i> | <i>Viši prinosi prije oporezivanja nego na trezorske vrijednosne papire<br/>Kolateral za pozajmljivanje dodatnih sredstava</i>  |
| <b>Ključni nedostaci</b>     | <i>Niski prinosi u odnosu na dugoročne privatne vrijednosne papire<br/>Oporezivi dobitci i zarade<br/>Ograničena ponuda izdanja najduljih dospjeća</i> | <i>Kolebljivo tržište<br/>Neka izdanja imaju ograničen potencijal ponovne prodaje<br/>Oporezivi kapitalni dobitci</i>        | <i>Ograničeno tržište ponovne prodaje<br/>Nefleksibilna dospjeća<br/>Oporezivi dobitci i zarade</i>                                | <i>Manje utrživi i nefleksibilnije cijene u odnosu na trezorske vrijednosne papire<br/>Mogu nositi značajan rizik neizvršenja obveza<br/>Oporezivi dobitci i zarade</i> |

Izvor: Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 316.

Trezorske zadužnice i obveznice dostupne su u velikim volumenima i u širokom rasponu dospjeća od jedne do 10 godina od izdavanja. Trezorskim obveznicama koje imaju originalno dospjeće od preko 10 godina trguje se na ograničenim tržištima s većim fluktuacijama cijena

<sup>39</sup> Klačmer, Čalopa M.; Cingula, M. (2012.) Financijske institucije i tržište kapitala. Varaždin: FOI, str. 4.

nego što je to slučaj sa zadužnicama. Trezorske obveznice i zadužnice nose veći očekivani povrat od trezorskih zapisa, ali predstavljaju ulagačku instituciju koja ima veći rizik cijena i rizik likvidnosti. Obično se izdaju u denominacijama od 1.000, 5.000, 10.000 i 100.000 dolara.

Municipalni zapisi i obveznice predstavljaju dugoročne obveznice koje izdaju gradovi, države ili neke druge vladine jedinice, a odnose se na rješavanje problema nedostataka financijskih sredstava u proračunu jedinica lokalnih i regionalnih samouprava.<sup>40</sup> Ako su obveznice izdane za financiranje javnih, a ne privatnih projekata, na većinu obveznica izuzeta je kamata od plaćanja federalnih poreza. Kapitalni dobitci na municipalne obveznice su u potpunosti oporezivi, osim onih koje su prodane po diskontnoj cijeni. Ove instrumente najčešće kupuju brojne institucije kako bi iskazale potporu lokalnoj zajednici ali i kao način privlačenja ostalih poduzeća. One također kupuju municipalne obveznice od dilera vrijednosnim papirima zbog toga što većina ima visok kreditni rejting. Budući da često municipalni zapisi i obveznice nisu vrlo likvidni, s vrlo malo njih se trguje. Postoji golem broj različitih municipalnih obveznica, ali najčešće razlikujemo dvije glavne: opće dužničke obveznice i prihodonosne obveznice. Opće dužničke obveznice imaju puno povjerenje i kredit vlade koja ih je izdala, što znači da ih se može isplatiti iz svih dostupnih izvora prihoda. S druge strane, prihodonosne obveznice se mogu koristiti za financiranje dugoročnih projekata koji će u budućnosti povećavati prihode i plative su samo iz određenih ugovorenih izvora sredstava.<sup>41</sup>

Korporativne zadužnice i obveznice predstavljaju dugoročne dužničke vrijednosnice koje su izdane od strane korporacija. Nazivaju se *korporativnim zadužnicama*, kada dospijevaju unutar pet godina, ili *korporativnim obveznicama*, kada imaju dulja dospijeća. Korporativne zadužnice i obveznice su, radi svog većeg kreditnog rizika te njihova ograničenog tržišta za ponovnu prodaju, zanimljivije mirovinskim fondovima i osiguravajućim kućama. Ako ih usporedimo s državnim vrijednosnim papirima, korporativne zadužnice i obveznice imaju veći prinos. Na tržištu postoji mnogo različitih korporativnih zadužnica i obveznica, ovisno o vrsti založenoga vrijednosnog papira, svrsi i uvjetima izdanja.<sup>42</sup>

Vrijednosni papiri osigurani imovinom su zapravo hibridni vrijednosni papiri temeljeni na grupama kredita koji su posljednjih nekoliko godina postali poznati oblik ulaganja. Ova sekuritizirana imovina je osigurana odabranim kreditima uniformnog oblika i kvalitete, kao što

---

<sup>40</sup> Rožanković, J. (2018). Struktura portfelja vrijednosnih papira hrvatskih kreditnih institucija. Završni rad. Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“, str. 7.

<sup>41</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 319.

<sup>42</sup> Ibid., str. 320.

su FHA i VA osigurani hipotekarni krediti i krediti po kreditnim karticama. Najuobičajenija sekuritizirana imovina koju depozitne institucije koriste kao ulaganja temelji se na hipotekarnim kreditima. Razlikujemo tri glavne vrste hipotekarno osigurane imovine: (1) skup vrijednosni papira s fiksnim prinosom osiguran paketom imovine, (2) kolateralizirane hipotekarne obveze i (3) obveznice osigurane hipotekom. Navedeni vrijednosni papiri najveći su segment financijskog tržišta posljednjih godina. Nekoliko je činitelja zaslužno za popularnost ovih investicijskih kreditno-osiguranih vrijednosnih papira:

- garancije državnih agencija (u slučaju vrijednosnih papira vezanih za hipoteku na kuću) ili privatnih institucija (kao što su banke ili društva za osiguranje koji jamče osiguranje kredita po kreditnim karticama)
- više prosječne prinose uglavnom dostupne na sekuritiziranu imovinu u odnosu na većinu državnih vrijednosnih papira
- nedostatak kvalitetne imovine druge vrste na nekim tržištima diljem svijeta
- superiorniju likvidnost i utrživost vrijednosnih papira osiguranih kreditima u usporedbi s likvidnošću i utrživošću samih kredita.

Nažalost, velika kreditna kriza u razdoblju od 2007. do 2009. godine otkrila je broje slabosti ovih instrumenata, uključujući naglo smanjivanje njihove tržišne vrijednosti kad je došlo do znatnog rasta stope neispunjenja obveza založne imovine.<sup>43</sup> Za bolje razumijevanje tržišnih cijena vrijednosnih papira potrebno je razumjeti na koji način na tržišna kretanja utječu određeni tržišni uvjeti i čimbenici što ih analitičari u bankama uzimaju u obzir pri kreiranju investicijskog portfelja. Pri tome banke primjenjuju osnovne kriterije kojima se vode pri odabiru vrijednosnih papira koje čine njihov investicijski portfelj.

---

<sup>43</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 320-321.

## 4. KLJUČNE KARAKTERISTIKE VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Nekoliko je ključnih karakteristika vrijednosnih papira koje je važno razmotriti prije samog ulaganja i kreiranja investicijskog portfelja. Osnovni kriteriji koje je važno razmotriti su profitabilnost instrumenata, likvidnost instrumenata, izloženost oporezivanju, sigurnost izdavatelja, a na kraju je potrebno razmotriti i analizu potencijalnih rizika.

### 4.1. Profitabilnost

Izračuni povrata i profitabilnosti portfelja pomažu nam procijeniti koliko je učinkovita bila sveukupna strategija ulaganja, što može dovesti do diversifikacije portfelja ili boljeg upravljanja rizikom. Profitabilnost investicijskog portfelja ovisi o brojnim čimbenicima. Najveći utjecaj ima sam upravitelj portfelja čije odluke i sposobnosti upravljanja imaju izravan utjecaj na rezultate. Također, politika, određene restrikcije, regulative i trenutačna situacija na tržištu izravno utječu na performanse portfelja. Tu je i tržišno okruženje kao važan faktor profitabilnosti investicijskog portfelja. Financijska tržišta pretrpjela su ekonomsku krizu nakon koje je slijedio višegodišnji oporavak kako bi došla do razine ponovne stabilizacije.<sup>44</sup>

Za izračun povrata ulaganja u svoj portfelj dovoljno je pratiti nekoliko osnovnih principa matematike koji nam omogućuju prepoznavanje potencijala povrata ulaganja. Povrat ulaganja najlakše se izračunava usporedbom njihove sadašnje i početne vrijednosti, uz obračun dividendi ili zarađenih kamata. Iako ne možemo točno predvidjeti uspješnost portfelja, možemo bolje razumjeti očekivane dobitke svake imovine dok istovremeno uzimamo u obzir posljedne čimbenike kao što su negativni rizik, tržišni uvjeti i vrijeme koje će svakom ulaganju trebati da ostvari povrat. Nekoliko je dostupnih načina s pomoću kojih možemo izračunati profitabilnost investicijskog portfelja, a neki od najpoznatijih su “vremenski ponderirani prinosi“ (engl. *time-weighted rate of return* – (TWR) i „novčani ponderirani prinosi“ (engl. *The money-weighted rate of return* - MWRR), kao dvije standardne metode za izračun povrata ulaganja, zatim su tu IRR (engl. *Internal Rate of Return*) i ROI (engl. *Return on Investment*). Najbolje je poznavati prednosti i nedostatke svakog od njih kako bismo napravili najbolju procjenu svog portfelja.

*Vremenski ponderirani prinosi* (TWR) mjera je složene stope rasta u portfelju. Vremenski ponderirani prinos (TWR) množi prinose za svako podrazdoblje ili razdoblje držanja, što ih

---

<sup>44</sup> Lioudis N. (2023). How to Calculate Your Portfolio's Investment Returns. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com>, (pristupljeno 4. 1. 2024.)

povezuje zajedno, pokazujući kako se prinosi sabiru tijekom vremena. TWR pomaže eliminirati efekte iskrivljenja na stope rasta koje stvaraju priljevi i odljevi novca.

Formula za izračun je:  $TWR = [(1 + HP1) \times (1 + HP2) \times \dots \times (1 + HPn)] - 1$

Gdje je:

$TWR$  = vremenski ponderirani prinos

$n$  = broj podrazdoblja

$HP$  = (početna vrijednost + novčani tok) / Krajnja vrijednost – (početna vrijednost + novčani tok)

$HPn$  = povrat na podrazdoblje  $n$ .<sup>45</sup>

*Novčano ponderirana stopa povrata (MWRR)* mjera je uspješnosti ulaganja. MWRR se izračunava pronalaženjem stope povrata koja će sadašnje vrijednosti (PV) svih novčanih tokova postaviti na jednake vrijednosti početnog ulaganja. MWRR postavlja početnu vrijednost ulaganja na jednaku budućim novčanim tokovima, kao što su dodane dividende, povlačenja, depoziti i prihodi od prodaje. MWRR pomaže odrediti stopu povrata potrebnu za početak s početnim iznosom ulaganja, uzimajući u obzir sve promjene novčanih tokova tijekom razdoblja ulaganja, uključujući i prihode od prodaje. MWRR za investiciju je po konceptu identičan IRR-u. Drugim riječima, to je diskontna stopa na kojoj je neto sadašnja vrijednost (NPV) = 0, odnosno sadašnja vrijednost priljeva = sadašnja vrijednost odljeva. Formula za izračun je:

$PVO = PVI = CF_0 + (1 + IRR)^{-1} CF_1 + (1 + IRR)^{-2} CF_2 + (1 + IRR)^{-3} CF_3 + \dots + (1 + IRR)^{-n} CF_n$

Gdje je:

PVO = PV odljevi

PVI = PV priljevi

CF<sub>0</sub> = Početni novčani izdatak ili investicija

CF<sub>1</sub>, CF<sub>2</sub>, CF<sub>3</sub>,...CF<sub>n</sub> = Novčani tokovi

n= Svako razdoblje

IRR = Početna stopa povrata.<sup>46</sup>

*Interna stopa povrata* ili IRR (engl. *Internal Rate of Return*) je mjera koja se koristi u financijama za mjerenje isplativosti potencijalnih ulaganja i usporedbu atraktivnosti svakog od

---

<sup>45</sup> Murphy B. C. (2022). How to Use the Time-Weighted Rate of Return (TWR) Formula. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com>, (pristupljeno 4. 1. 2024.)

<sup>46</sup> Bantnon C. (2023). Money Weighted Rate of Return: Definition, Formula, and Example. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com>, (pristupljeno 04.01.2024)

njih. IRR kao koncept se temelji na vremenu. Točnije, IRR je neto godišnji povrat koji zaradi ulagač tijekom određenog vremenskog razdoblja i izračunava se na temelju dolaznih i odlaznih novčanih tokova. U slučaju zajmova u listopadu, IRR uzima u obzir realizirana početna ulaganja, mjesečne otplate i potencijalno neispunjenje obveza te izražava sve te novčane tokove kao godišnji povrat. U portfelju postoje dva IRR-a:

- početni IRR, koji predstavlja godišnji povrat portfelja bez ikakvog neizvršenja ili prijevremene otplate
- trenutni IRR, koji pruža prilagođeni prikaz povrata nakon neispunjavanja obveza i prijevremene otplate.<sup>47</sup>

Pravilo interne stope povrata navodi da treba nastaviti s ulaganjem ako je njegov IRR veći od minimalne potrebne stope povrata. Prednosti ove metode su: jednostavnost za izračunavanje i razumijevanje, omogućuje usporedbu između drugih projekata i investicija i uzima u obzir vremensku vrijednost novca.<sup>48</sup>

*Povrat ulaganja* ili ROI (engl. *Return on Investment*) mjera je izvedbe koja se koristi za procjenu učinkovitosti ili isplativosti ulaganja ili za usporedbu učinkovitosti više različitih ulaganja. ROI pokušava izravno izmjeriti iznos povrata na određeno ulaganje, u odnosu na trošak ulaganja. Za izračun povrata ulaganja, korist (ili povrat) ulaganja dijeli se s troškom ulaganja. Rezultat se izražava kao postotak ili omjer. Formula za izračun glasi:

$$\text{ROI} = (\text{trenutačna vrijednost ulaganja} - \text{trošak investicije}) / \text{trošak investicije}.$$

"Trenutačna vrijednost ulaganja" odnosi se na prihode dobivene prodajom dužničkih vrijednosnih papira koji nose kamatu, primjerice trezorski zapisi i obveznice. Budući da se ROI mjeri kao postotak, može se lako usporediti s povratima od drugih ulaganja, što omogućuje mjerenje različitih vrsta ulaganja u odnosu na jedan od drugoga. Ova mjera izračuna profitabilnosti ulaganja popularna je zbog svoje jednostavnosti i svestranosti. Ako je ROI investicije neto pozitivan, investicija je isplativa. Isto tako, ulagači bi trebali izbjegavati negativan ROI, koji implicira neto gubitak.<sup>49</sup>

---

<sup>47</sup> De Fréminville M. The profitability of the portfolio. (mrežna stranica) October. Dostupno na: <http://help.october.eu>, (pristupljeno 4. 1. 2024.)

<sup>48</sup> Ganti A. (2023). Internal Rate of Return (IRR) Rule: Definition and Example. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com>, (pristupljeno 4. 1. 2024.)

<sup>49</sup> Fernando J. (2023). Return on Investment (ROI): How to Calculate It and What It Means. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com>, (pristupljeno 4. 1. 2024.)

## 4.2. Likvidnost

Prema definiciji likvidnost (prema kasnolat. *liquiditas*: tekućina; usp. njem. *Liquidität*) znači unovčivost, odnosno svojstvo imovine da ju se može pretvoriti u gotov novac. Imovina je likvidnija ako se brže i uz što manji gubitak na vrijednosti može unovčiti (npr. devize, vrijednosnice s kojima se aktivno trguje na burzi).<sup>50</sup>

Likvidni vrijednosni papiri su prema definiciji ona ulaganja koja imaju spremno tržište, relativno stabilnu cijenu tijekom vremena, te visoku vjerojatnost povrata originalno uloženog iznosa sredstava (tj., rizik za vrijednost glavnice je nizak). Trezorski vrijednosni papiri općenito su najlikvidniji i imaju najaktivnija tržišta ponovne prodaje, nakon njih dolaze vrijednosni papiri federalnih agencija, municipalne obveznice te vrijednosni papiri osigurani hipotekom. Zbog same potrebe likvidnosti, banke moraju prilikom kreiranja investicijskog portfelja razmišljati o mogućnosti prodaje investicijskih vrijednosnih papira prije njihova dospijeca i da će samim time biti subjektom rizika likvidnosti. Ključna stavka pri odabiru vrijednosnica koje će ući u portfelj je njihov opseg i dužina njihova tržišta ponovne prodaje. Nažalost, kupovina velikog obujma likvidnih, dobro utrživih vrijednosnih papira smanjuje prosječan prinos od prihodonosne aktive financijske institucije i smanjuje njezinu profitabilnost. Tako se menadžment suočava s dvojmom između profitabilnosti i likvidnosti koje se moraju svakodnevno ponovno procjenjivati kako se kamatne stope i izloženost riziku likvidnosti mijenjaju.<sup>51</sup> Iako znamo da je za investicijski portfelj banke važna njegova sposobnost prodaje u svrhu likvidnosti bez pretrpljena gubitka, Wagner (2007) napominje da potreba za povećanom likvidnošću može uzrokovati nedostatak stabilnosti jer daje priliku banci da preuzme veći rizik.<sup>52</sup>

## 4.3. Izloženost oporezivanju

Većina kamatnih i kapitalnih prihoda iz ulaganja oporezuju se kao redoviti prihodi za svrhe oporezivanja, baš kao i za plaće i zarade. Zbog njihove relativno visoke porezne izloženosti, banke su više zainteresirane za stopu povrata po kreditima i vrijednosnim papirima nakon oporezivanja nego što su zainteresirane za njihovu stopu povrata prije oporezivanja, što se može izračunati formulom:

---

<sup>50</sup> Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2013 – 2024. Likvidnost. (mrežna stranica) *Hrvatska enciklopedija*. Dostupno na: <https://www.enciklopedija.hr>, (pristupljeno 16.1.2024.)

<sup>51</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. . Zagreb: MATE d.o.o., str.332.

<sup>52</sup> Bexley, J. B. (2014) prema Wagner (2007), op.cit., str.2.

*Bruto prinos prije oporezivanja  $x (1 - \text{granična stopa poreza na dobit}) = \text{bruto prinos nakon oporezivanja}$ .*<sup>53</sup>

Kamate na obveznice u velikom broju zemalja imaju jednak porezni tretman kao i kamate na depozite, i obično se porez na kamate na obveznice obračunava primjenom jednake metode kao i porez na kamate na depozite. U nekim se zemljama različito porezno tretiraju korporativne i državne obveznice, pri čemu državne obveznice uživaju povoljniji status. Dividende se oporezuju jednako kao obveznice, ili ih se djelomično porezno izuzima, kako bi se umanjilo dvostruko oporezivanje dohotka od ulaganja u dionice – jednom, na razini poduzeća i drugi put, na razini dioničara.<sup>54</sup>

U Republici Hrvatskoj *Zakon o porezu na dohodak* predviđa oporezivanje dohotka od kapitala po osnovi kapitalnih dobitaka. Točnije, oporezuju se svi ostvareni neto kapitalni dobitci od ulaganja u financijske instrumente (poput dionica, obveznica, udjela u investicijskim fondovima, usluga upravljanja portfeljem i sl.), kupljeni i prodani unutar dvije godine od dana kupnje.<sup>55</sup>

#### **4.4. Sigurnost izdavatelja**

Prilikom donošenja odluke o kupnji vrijednosnica i uvrštavanju u investicijski portfelj, važno je voditi računa o izvoru vrijednosnice, točnije sigurnosti izdavatelja vrijednosnice. HANFA propisuje obveze objavljivanja propisanih informacija koje se primjenjuju kod izdavatelja čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište u državi članici EU, a kojima je Republika Hrvatska matična država članica te kod izdavatelja kojima je Republika Hrvatska država članica domaćin, a čiji su vrijednosni papiri uvršteni samo na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj. Svrha objave ovih informacija je osigurati javnu dostupnost informacija i transparentnost. *Zakonom o tržištu kapitala* propisano je:

- koje se informacije, u kojem roku i sadržaju, obvezno objavljuju (propisane informacije)
- način na koji se propisane informacije objavljuju javnosti te mjesta na kojima se one čine dostupnima javnosti i pohranjuju
- jezik na kojemu se objavljuju propisane informacije.

---

<sup>53</sup> Ibid., str. 325.

<sup>54</sup> Švaljek, S. (2005). Oporezivanje dohodaka od kapitala: Europska unija i zemlje u tranziciji. Privredna kretanja i ekonomska politika, 15(104), str. 28-51.

<sup>55</sup> ZB Invest (2023). Porez na kapitalnu dobit. Brošura.



HANFA također propisuje da su *Izdavatelj i članovi upravnih, upravljačkih i nadzornih organa izdavatelja odgovorni za izvršenje obveze sastavljanja i objavljivanja propisanih informacija te solidarno odgovaraju ulagatelju za štetu koju ulagatelj pretrpi zbog nepravilnog i/ili nezakonitog izvršenja tih obveza, osim u slučaju kada se dokaže da su prilikom njihova izvršenja postupali s pažnjom dobrog stručnjaka.*<sup>56</sup>

Na sjednici Zastupničkog doma Sabora Republike Hrvatske 14. prosinca 1995. godine donesen je *Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima*. Ovim Zakonom uređuje se izdavanje vrijednosnih papira i trgovanje tim papirima javnim pozivom na upis i/ili javnom ponudom za kupnju vrijednosnih papira na tržištu kapitala. Definiran je pojam vrijednosnih papira i izdane su glavne i obvezne smjernice sadržaja samog vrijednosnog papira, kao što je: naznaka vrste vrijednosnog papira, serijski i kontrolni broj vrijednosnog papira, tvrtka, sjedište i adresa izdavatelja...). Također, osnovana je Komisija za vrijednosne papire, izdana je obveza izdavanja prospekta za kupnju/prodaju vrijednosnih papira, propisani su zakoni za izdavanje državnih obveznica, propisani ovlaštene posrednici i savjetnici te je definirana burza i njezin rad. Jedna od važnijih stavki Zakona su kaznena djela kojim je propisano korištenje povlaštenih informacija, manipuliranje cijenama i širenje neistinitih informacija.<sup>57</sup> Danas je na snazi *Zakon o tržištu kapitala*, koji je u cijelosti zamijenio prijašnji *Zakon o tržištu vrijednosnih papira*.<sup>58</sup>

## 4.5. Rizici

Ako bismo htjeli definirati sam pojam rizika, najjednostavnija definicija bi bila: *Rizik je kalkulirana prognoza, odnosno vjerojatnost moguće štete, gubitka ili opasnosti.*<sup>59</sup> U svom svakodnevnom poslovanju banke se susreću s velikim brojem rizika koji su međusobno povezani i predstavljaju poslovne izazove u poslovanju. Kako nismo u mogućnosti predvidjeti što bi se moglo dogoditi u budućnosti, banke prate i mjere rizike te ih nastoje kontrolirati ili umanjiti njihov negativan utjecaj na poslovanje. Investicije imaju različite karakteristike dugoročnosti, sigurnosti i likvidnosti. Sva ta tri pojma određuju rizik ulaganja. Neki su oblici ulaganja kratkoročni, dok su drugi dugoročni. Općenito, promjenjivost prinosa financijske imovine glavni je čimbenik u financijskom životu, ali rizik nije jednostavno definirati ili izmjeriti.<sup>60</sup> Upravljanje rizicima, pa tako i onim investicijskim, bavi se time da se neočekivane

---

<sup>56</sup> Hrvatska agencija za nadzor financijskih institucija (mrežna stranica). Transparentnost. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr>, (pristupljeno 10. 1. 2024.)

<sup>57</sup> Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnih papira. Narodne novine, 107/195. Dostupno na: <https://narodne-novine.nn.hr>, (pristupljeno 6. 1. 2024.)

<sup>58</sup> Zakon o tržištu kapitala. Narodne novine, 65/201. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/> (pristupljeno 29. 1. 2024.)

<sup>59</sup> Andrijanić, I., Gregurek, M. i Merkaš, Z. (2016.) Upravljanje poslovnim rizicima. Libertas- Plejada, str. 15.

<sup>60</sup> Ibid., str. 37.

gubitke svede na najmanju moguću razinu, vodeći pritom obzira o ciljevima u pogledu očekivanog prinosa.<sup>61</sup> Kad koristimo pojam *investicijski rizici*, mislimo konkretno na rizike koji proizlaze iz investicijskog procesa. Navedeni rizici mogu se podijeliti na: kamatni rizik, kreditni rizik, poslovni rizik, rizik likvidnosti, rizik opoziva i rizik prijevremene otplate, a malo više o njima opisano je u nastavku.

**Kamatni rizik** proizlazi iz potencijalnih promjena kamatnih stopa. S obzirom na tip kamatne stope (fiksna ili varijabilna), banka je suočena s mogućnošću da promjena kamatnih stopa može dovesti do promjena u očekivanim prihodima i rashodima banke.<sup>62</sup> Kamatni rizik se zakonski definira kao osjetljivost vrijednosti imovine, obveza i financijskih instrumenata na promjene u vremenskoj strukturi kamatnih stopa ili volatilnosti kamatnih stopa.<sup>63</sup>

Promjenjive kamatne stope najčešće stvaraju rizik za službenika zaduženog za ulaganja, budući da povećanje kamatnih stopa smanjuje tržišnu vrijednost ranije izdanih obveznica i zadužnica, gdje najdulgoročnija izdanja uglavnom trpe najveće gubitke. Štoviše, razdoblje povećanja kamatnih stopa često su obilježena povećanjem potražnje za kreditima, i to zbog toga što je prvi prioritet kreditora obično odobravanje kredita, mnoga ulaganja se moraju prodati da bi se generirala gotovina iz koje će se pozajmiti sredstva zajmoprimcima u vrijeme kada se njihove cijene počnu smanjivati. Takve prodaje često rezultiraju značajnim kapitalnim gubicima koji se pokušavaju neutralizirati kombinacijom poreznih prednosti i relativno višim prinosima od kredita. U novije vrijeme pojavljuje se sve veći broj instrumenata za zaštitu od kamatnog rizika, uključujući financijske ročnice, opcije, kamatne razmjene i upravljanje jazom.<sup>64</sup>

**Kreditni rizik** je rizik gubitaka koji proizlaze iz mogućnost da dužnik ne ispuni svoje financijske obveze prema banci. Od svih rizika s kojima se banka susreće, kreditni rizik je rizik koji ima najviše utjecaja na račun dobiti i gubitka banke.<sup>65</sup> Zbog kreditnog rizika koji nose mnogi vrijednosni papiri, ulaganja banaka i njihovih najbližih konkurenata strogo su regulirana. Rizik da izdavatelj vrijednosnog papira možda neće ispuniti svoje obveze plaćanja glavnice ili kamata koje duguje, doveo je do zakonskih kontrola koje zabranjuju nabavu špekulativnih vrijednosnih papira. Bankama je dopušteno da, preko svojih podružnica za vrijednosne papire, ili

---

<sup>61</sup> Škunca, F. (2023). Višekriterijska optimizacija investicijskog portfelja uključivanjem alternativnih oblika ulaganja (Doctoral dissertation, University of Zagreb. Faculty of Economics and Business).

<sup>62</sup> Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2011). Bankarsko poslovanje. RRiF plus, str. 359.

<sup>63</sup> Škunca, F. (2023). Višekriterijska optimizacija investicijskog portfelja uključivanjem alternativnih oblika ulaganja (Doctoral dissertation, University of Zagreb. Faculty of Economics and Business).

<sup>64</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 330.

<sup>65</sup> Ibid., str. 359.

formiranjem financijskog holdinga, osiguravaju vrijednosne papire vladinog ili privatnog izdanja (uključujući korporativne obveznice, zadužnice i dionice). Posljednjih godina razvijene su nove metode za upravljanje kreditnim rizikom. Primjerice, kreditne opcije i razmjene se mogu koristiti za zaštitu očekivanog prinosa od investicijskih vrijednosnih papira.<sup>66</sup>

**Poslovni rizik** su sva potencijalna nepovoljna kretanja koja bi mogla značajno oslabiti ekonomiju tržišnog područja, povećati nezaposlenost i smanjiti prodaju. Mnoge financijske institucije se snažno oslanjaju na svoje portfelje vrijednosnih papira kako bi neutralizirale mogući utjecaj poslovnog rizika na kreditni portfelj, zbog čega mnogi kupljeni vrijednosni papiri dolaze od zajmoprimaca izvan glavnog tržišta kredita.<sup>67</sup>

**Rizik likvidnosti** je rizik gubitka koji proizlazi iz postojeće ili očekivane nemogućnosti da ispuni svoje financijske obveze koje dospijevaju. Rizik likvidnosti predstavlja obvezu banke da svaki dan ima planirane ulaze i izlaze novca te da ima izvore sredstava iz kojih može pokriti postojeće manjkove.<sup>68</sup>

Zbog toga banke za potrebe likvidnosti uvijek moraju razmišljati o mogućnosti prodaje investicijskih vrijednosnih papira prije njihova dospijeca. Nastavno na to, banke pri kupnji samih investicijskih vrijednosnih papira moraju razmišljati o opsegu i dubini njihova tržišta ponovne prodaje. Ako bismo htjeli definirati likvidne vrijednosne papire, onda su to oni koji imaju spremno tržište, relativno stabilnu cijenu tijekom vremena, te visoku vjerojatnost povrata originalno uloženog iznosa sredstava. Najlikvidnijim vrijednosnim papirima smatraju se trezorski zapisi zbog njihovih atraktivnih tržišta ponovne prodaje, a slijede ih vrijednosni papiri federalnih agencija, municipalne obveznice te vrijednosni papiri osigurani hipotekom.<sup>69</sup>

**Rizik opoziva** vrijednosnih papira mnogih korporacija i vlada zadržavaju pravo opoziva tih vrijednosnih papira prije dospijeca, kao i njihove isplate. Takva potraživanja se najčešće pojavljuju kada tržišne kamatne stope padaju, što dovodi institucije koje ulažu u opozive vrijednosne papire do rizika gubitka zarade, budući da moraju reinvestirati sredstva koja su uspjeli vratiti po nižim cijenama. Zbog svega navedenog, kupnja opozivih instrumenata se pokušava minimizirati ili jednostavno izbjeći.<sup>70</sup>

**Rizik prijevremene otplate** - ovo je vrsta rizika specifična za vrijednosne papire osigurane

---

<sup>66</sup> Ibid., str. 330, 331.

<sup>67</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 332.

<sup>68</sup> Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2011). Bankarsko poslovanje. RRiF plus, str. 359.

<sup>69</sup> Ibid., str. 332.

<sup>70</sup> Ibid., str. 332.

aktivom. Javlja se zbog toga što se realiziranje uplate kamata i glavnica (novčani tijek) od grupe sekuritiziranih kredita, kao što su GNMA ili FNMA skupovi vrijednosnih papira s fiksnim prinosom osigurani paketom imovine, kolateralizirani paketi kredita za automobile ili kredita po kreditnim karticama, mogu prilično razlikovati od originalno očekivanih novčanih tijekova.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> Ibid., str. 333.

## 5. INVESTICIJSKI PORTFELJ BANKE

Za razumijevanje same ulogu investicijskog portfelja banke i donošenje odluke o izboru portfelja i izračun njegova očekivanog prinosa važno je prvo pojasniti samu definiciju investicijskog portfelja. Investicijski portfelj skup je financijske imovine u vlasništvu investitora koja može uključivati obveznice, dionice, valute, novac i novčane ekvivalente te robu. Nadalje, odnosi se na skupinu ulaganja koje je ulagač koristi kako bi zaradio profit, a istovremeno osigurao očuvanje kapitala ili imovine. Razlikujemo nekoliko mogućih komponenata portfelja koje zapravo stavljaju zadatak ispred investitora ili financijskog savjetnika koji mora osigurati dobru kombinaciju imovine kako bi se održala ravnoteža, što pomaže u poticanju rasta kapitala uz ograničeni ili kontrolirani rizik. Portfelj može sadržavati sljedeće: dionice, obveznice te alternativna ulaganja poput zlata, nafte i nekretnina.<sup>72</sup>

### 5.1. Uloga investicijskog portfelja

Pregledom glavnih funkcija banaka možemo zaključiti da je njihova primarna funkcija proizvodnja i prodaja financijskih usluga za kojima postoji trenutna potražnja na tržištu. Na Slici 7. vidljivo je da se banke radije opredjeljuju za odobravanje direktnih kredita komitentima nego za kupnju njihovih vrijednosnih papira. Banke imaju relativno malo vrijednosnih papira privatnog sektora, kao što su korporativne obveznice, zapisi i komercijalni zapisi ili korporativne dionice. Razlog tomu je prinos koji je veoma često manji po investicijskim vrijednosnim papirima nego po kreditima, a i zbog toga što kupnjom vrijednosnog papira banke najčešće ne ostvaruju nove depozite. Pogledamo li sveukupno, investicijski vrijednosni papiri predstavljaju samo nešto manje od jedne petine cjelokupne aktive banaka. Taj dio ukupne aktive naravno varira ovisno o veličini i lokaciji banke. Banke koje posluju u područjima slabe potražnje za kreditima obično drže znatno veći postotak investicijskih vrijednosnih papira u odnosu na njihovu ukupnu aktivu. Veličina banke ima također veliku ulogu - kod manjih banaka možemo vidjeti da je gotovo četvrtina aktive u investicijskim vrijednosnim papirima, dok, s druge strane, velike multimilijarderske banke drže samo oko 14 posto svoje aktive u investicijskim vrijednosnim papirima. To je naravno odraz trenutnog stanja potražnje za kreditima.<sup>73</sup>

<sup>72</sup> Corporate Finance Institute. Security. (mrežna stranica) Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com> (pristupljeno 11 .10. 2023.)

<sup>73</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 323-324.

Slika 7. Ulaganje banaka u investicijske vrijednosne papire.

| Vrste investicijskih vrijednosnih papira   | Sve banke osigurane kod FDIC-a |                           | Postotak ulaganja koji drže               |  |  |
|--|--------------------------------|---------------------------|---|--|--|
|  | Obujam u milijunima dolara     | Postotak od svih ulaganja | Najmanje banke (manje od 100 mil. dolara) | Banke srednje veličine (100 mil. - 1 mlrd. dolara) | Najveće banke (više od 1 mlrd. dolara) |
| Ukupna ulaganja  | 1.590.692 USD                  | 100,0 %                   | 100,0 %                                   | 100,0 %  | 100,0 %                                |
| Obveze američke vlade* (uključujući američke trezorske i vrijednosne papire federalnih agencija)     | 949.593 USD                    | 59,7 %                    | 77,6 %                                    | 71,0 %   | 57,6 %                                 |
| Državne obveze i obveze lokalne vlade  | 141.149                        | 8,9                       | 19,4                                      | 22,0   | 6,7                                    |
| Vrijednosni papiri osigurani imovinom  | 84.128                         | 5,3                       | —**                                       | 0,4  | 6,1                                    |
| Ostali domaći dužnički vrijednosni papiri (uključujući korporativne obveznice i komercijalne zapise) | 293.366                        | 18,4                      | 2,3                                       | 5,3  | 20,7                                   |
| Strani dužnički vrijednosni papiri   | 101.482                        | 6,4                       | —**                                       | —**  | 7,5                                    |
| Dionice  | 29.973                         | 1,3                       | 0,7                                       | 1,2  | 1,3                                    |
| Ukupni investicijski vrijednosni papiri kao postotak ukupne aktive                                   |                                | 14,2 %                    | 21,9 %                                    | 18,3 %   | 13,7 %                                 |
| Memo stavke:   |                                |                           |   |  |  |
| Založeni vrijednosni papiri  | 885.417 USD                    | 55,7 %                    | 40,5 %                                    | 50,9 %   | 56,7 %                                 |
| Vrijednosni papiri osigurani hipotekom   | 971.415                        | 61,1                      | 22,9                                      | 35,0   | 65,8                                   |
| Vrijednosni papiri koji se drže do dospelja  | 96.598                         | 6,1                       | 15,1                                      | 12,1   | 5,0                                    |
| Vrijednosni papiri raspoloživi za prodaju  | 1.494.094                      | 93,9                      | 84,9                                      | 87,9   | 95,0                                   |
| Ukupni dužnički vrijednosni papiri   | 1.569.573                      | 98,7                      | 99,3                                      | 98,8   | 98,6                                   |
| Strukturirani zapisi   | 13.205                         | 0,8                       | 3,9                                       | 2,8  | 0,5                                    |
| Aktiva koja se drži na računu za trgovanje   | 867.578                        | 54,5                      | 0,1                                       | 0,4  | 63,7                                   |

Izvor: Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 323.

Neminovno je da banke najveći dio svojih prihoda ostvaruju iz kredita s obzirom na njihov prosječni prinos koji je znatno veći od prinosa po ulaganjima. Međutim, nekoliko je razloga zašto baš sredstva banaka nisu alocirana u kredite, zbog čega se i ističe važnost i uloga investicijskog portfelja banaka u njihovom poslovanju. Razlozi tome su sljedeći: većina kredita je nelikvidna, što znači da ih nije moguće prodati prije dospelja ako banke hitno trebaju novac; krediti predstavljaju najnesigurniju, odnosno najrizičniju aktivnost banke, budući da je najveća stopa neispunjenja obveza baš kod kredita; kvaliteta prosječnog kreditnog portfelja banke pada ako dođe do pada ekonomskih aktivnosti i, zadnji razlog, je oporezivost kredita, što znači da su podložni korporativnim porezima na prihod. S druge strane, investicijski portfelj vrijednosnica omogućuju bankama ne samo stvaranje prihoda već i diversifikaciju rizika, veću likvidnost kojima se rizik banke smanjuje, brojne porezne olakšice te stabilizaciju zarade banke.<sup>74</sup> Pogledamo li Sliku 7. možemo zaključiti kako većina banaka usmjerava svoja ulaganja ka ponovnoj prodaji te ih ne zadržava do dospelja. Ulaganja se većinom prodaju i koriste kada su

<sup>74</sup> Rožanković, J. (2018). Struktura portfelja vrijednosnih papira hrvatskih kreditnih institucija. Završni rad. Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“.

financijskom poduzeću potrebna gotovinska sredstva za povlačenje sredstava, odobravanje kredita ili da bi se iskoristile neke povoljnije mogućnosti ulaganja. Ovakav koncept omogućuje konstantu likvidnost banaka. Sa strane rizika, možemo vidjeti kako manje banke koriste investicijske vrijednosne papire za smanjenje izloženosti riziku, one su naime izložene riziku gubitka zbog ekonomskih problema u njihovim lokalnim područjima te zbog toga koriste vrijednosne papire s najmanjim rizikom da bi umanjile velike rizike koji su najčešće vezani uz njihove kredite.<sup>75</sup>

Također, sve više banaka nudi usluge investicijskog bankarstva koje nose prihod od naknada. Najnoviji izvori dohotka od naknada za mnoge banke su: (1) provizije i naknade od usluga investicijskog bankarstva (potpisivanje vrijednosnih papira) koje nude korporacijama i vladama, (2) provizije za brokerske usluge za pomoć komitentima pri kupnji i prodaji dionica, obveznica, udjela u investicijskim fondovima i druge imovine, (3) Fiducijarni dohodak – naknade za skrbničke usluge upravljanja imovinom pojedinaca i poduzeća i (4) provizije za prodaju proizvoda povezanih s osiguranjem poduzećima i pojedincima, uključujući police osiguranja, mirovinske programe i rentne planove.<sup>76</sup>

## 5.2. Izbor portfelja

Budući da financijski portfelj možemo definirati kao skup financijskih imovina od kojih se očekuje neka zarada, a koje zajedno čine sintetičku investiciju u kojoj pojedinci nastoje što bolje uskladiti očekivani prinos i rizik ovisno o svojem stavu prema međuodnosu rizika i prinosa. Portfelj ujedno odražava i investicijsku strategiju temeljenu na principu diverzifikacije, a profitno – rizične karakteristike portfelja proizlaze iz karakteristika njegovih komponenata u ovisnosti o njihovim pojedinačnim udjelima i međusobnoj koreliranosti. Odabir portfelja koji svojim karakteristikama najbolje odgovara investitorima prema smjernicama utvrđenim u politici investiranja moguće je provesti tek nakon integriranog razmatranja odnosa rizika i prinosa portfelja u vremenskom kontekstu kao jednoj cjelini.<sup>77</sup> Nekoliko je činitelja koji utječu na izbor ulaganja a koji su već opisani u Poglavlju 7., to su: očekivana stopa povrata, izloženost oporezivanju, kamatni rizik, rizik neispunjenja obveza, poslovni rizik, rizik likvidnosti, rizik opoziva, rizik ranije otplate, inflacijski rizik i zahtjevi za polaganjem zaloga.<sup>78</sup> Zbog toga je potrebno odabrati najbolji portfelj koji sadrži za nas najbolju kombinaciju navedenih

<sup>75</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 323.

<sup>76</sup> Ibid., str. 453.

<sup>77</sup> Gardijan, M., (2016). Efikasnost strategija zaštite portfelja primjenom opcija. Doktorski rad. Ekonomski fakultet Zagreb

<sup>78</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 324.

karakteristika investicijskih vrijednosnih papira. Izbor portfelja predstavlja izazov investicijske analize a kroz godine u središtu znanstvenih istraživanja je razvoj modela za izbor investicijskog portfelja. Na tržištu su dostupne nebrojne vrste različitih portfelja u skladu s njihovim strategijama ulaganja, kao što su:

1. *Portfelj rasta* – kao što samo ime upućuje, cilj rastućeg portfelja je promicanje rasta preuzimanjem većih rizika, uključujući ulaganje u rastuće industrije. Portfelji usmjereni na ulaganja u rast obično nude veće potencijalne nagrade i istovremeni veći potencijalni rizik. Ulaganje u rast često uključuje ulaganja u mlađe tvrtke koje imaju više potencijala za rast u usporedbi s većim, dobro etabliranim tvrtkama;
2. *Portfelj prihoda* - općenito govoreći, prihodovni portfelj više je usmjeren na osiguravanje redovnog prihoda od ulaganja nego na potencijalne kapitalne dobitke. Primjer je kupnja dionica na temelju dividende dionice, a ne na temelju povijesti porasta cijene dionice;
3. *Vrijednosni portfelj* - za vrijednosne portfelje, investitor iskorištava kupnju jeftine imovine procjenom. Posebno su korisni u teškim gospodarskim vremenima kada se mnoge tvrtke i investicije bore za opstanak. Investitori, dakle, traže tvrtke s potencijalom zarade, ali čija je cijena trenutačno ispod onoga što analiza smatra njihovom fer tržišnom vrijednošću. Ukratko, vrijednosno ulaganje usmjereno je na pronalaženje povoljnih cijena na tržištu.<sup>79</sup>

Nekoliko je važnih pravila koje investitor ili financijski upravitelj treba pratiti za stvaranje dobrog investicijskog portfelja. Prvi korak je određivanje cilja portfelja - ulagači bi trebali odgovoriti na pitanje čemu portfelj služi kako bi dobili smjernice o tome koja ulaganja poduzeti. Zatim je važno smanjiti obrt ulaganja, budući da neki investitori vole neprestano kupovati i zatim prodavati dionice u vrlo kratkom vremenskom razdoblju. Moraju zapamtiti da to povećava transakcijske troškove. Također, za neka ulaganja jednostavno treba vremena prije nego što se konačno isplate. Još je jedno zlatno pravilo pri kreiranju investicijskog portfelja: „Ne trošite previše na sredstvo“. Što je viša cijena za stjecanje imovine, to je viša točka pokrića koju treba postići. Dakle, što je niža cijena imovine, veća je moguća dobit. Na kraju je važno istaknuti da ključ uspješnog portfelja leži u diversifikaciji ulaganja. Kada su neka ulaganja u padu, druga mogu biti u porastu. Držanje širokog raspona ulaganja pomaže u smanjenju ukupnog rizika za ulagača.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Corporate Finance Institute. Security. (mrežna stranica) Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com> (pristupljeno 11. 10. 2023.)

<sup>80</sup> Corporate Finance Institute. Security. (mrežna stranica) Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com> (pristupljeno 11. 10. 2023.)



U kontekstu banaka i okviru upravljanja likvidnošću, banka radi s četiri različita portfelja kojima se upravlja sa željom da banci pruži najbolju zaštitu svog kapitala i rezervi u okviru izrazito konzervativnog tržišnog rizika i kreditnog profila. Bilančna aktiva banke uključuje četiri portfelja, od čega jedan monetarni i tri portfelja vrijednosnih papira:

1. *Novčani portfelj* državne riznice sastoji se od kratkoročnih plasmana s dospijećem do jedne godine. Strateški cilj ovog portfelja je upravljanje svakodnevnim novčanim tokom u svim potrebnim valutama. Kratkoročni plasmani s dospijećem do tri mjeseca moraju - u trenutku kupnje - imati minimalnu ocjenu BBB+ za kratkoročne depozite. Kratkoročni plasmani s dospijećem do jedne godine moraju imati ocjenu A- u trenutku kupnje.

2. *Portfelj kratkoročnih vrijednosnih papira likvidnosti* sastoji se od kratkoročnih vrijednosnih papira s dospijećem do jedne godine. Ovi vrijednosni papiri predstavljaju alternativu bankovnim depozitima i nadopunjuju monetarni portfelj riznice u jačanju kratkoročne likvidnosne pozicije banke. Kratkoročne državne obveznice s dospijećem do tri mjeseca moraju imati minimalnu ocjenu BBB, a vrijednosni papiri s dospijećem do jedne godine moraju imati ocjenu A- u trenutku kupnje.

3. *Portfelj vrijednosnih papira srednjoročne likvidnosti* sastoji se od ulaganja u vrijednosne papire s dospijećem od jedne do 15 godina. Strateški cilj je jačanje likvidnosne pozicije banke uz postizanje zadovoljavajućeg prinosa. Srednjoročni vrijednosni papiri moraju imati ocjenu A+ u trenutku kupnje.

4. *Portfelj vrijednosnih papira dugoročne likvidnosti* sastoji se od ulaganja u vrijednosne papire s dospijećem od jedne do 30 godina. Vrijednosni papiri u ovom portfelju moraju imati minimalnu ocjenu A+ prilikom kupnje.<sup>81</sup>

Izbor portfelja neminovno je izazov, kako za velike financijske institucije i banke tako i za male investitore. Potrebno je odabrati onaj portfelj koji je bolji u odnosu na sve ostale portfelje iz jako velikog broja mogućih kombinacija. S obzirom na to da i dandanas ne postoji jedna, općeprihvaćena metoda koja se primjenjuje prilikom izbora portfelja, potrebno je odabrati prikladan pristup i metodologiju izbora portfelja, uvažavajući sva njihova ograničenja.

---

<sup>81</sup> Coebank.org. Investment portfolio. Council of Europe Development Bank (mrežna stranica) Dostupno na: <https://coebank.org/en/investor-relations/investment-portfolio/> (pristupljeno 11. 10. 2022.)

Odabrana metodologija bi trebala pokazati postoje li portfelji koji su prema danim kriterijima bolji od drugih. Prema terminologiji investicijske analize, takve investicije nazivamo dominantnim investicijama. Sve investicije nad kojima ne dominira nijedna druga investicija su efikasne, odnosno čine efikasan skup. Efikasna investicija koja je najbolja za pojedinog investitora je optimalna investicija.<sup>82</sup> Kroz godine je razvijeno nekoliko modela za izbor odgovarajućeg dominantnog i efikasnog portfelja, a najpopularniju metodologiju izbora portfelja u okviru svoje moderne teorije portfelja ponudio je Markowitz 1952. godine, a malo više o tome objašnjeno je u nastavku rada.

### 5.3. Vrednovanje očekivanog prinosa portfelja

Za donošenje odluke o izboru portfelja i za odabir optimalnog portfelja ulaganja potrebno je izračunati očekivani prinos portfelja. Markowitz je 1952. godine izdao jedan od najrasprostranjenijih modela za izbor portfelja koji je postavljen kao matematički problem. Markowitzev model polazi od pretpostavke da su distribucije prinosa svih portfelja normalno distribuirane, pa očekivani prinos mjeri kao aritmetičku sredinu povijesne distribucije, a rizik mjeri varijancom prinosa, te na temelju samo ta dva parametra definira efikasni skup. Zbog toga se cjelokupna metodologija koja polazi od Markowitzeva modela naziva *MV metodologija*. Pretpostavka modela je da investitor bira optimalni portfelj između rizičnih efikasnih portfelja tako da maksimizira svoju korisnost. Rješenje sugerira da je optimalni portfelj onaj efikasni portfelj s kojim investitor ostvaruje najveću korisnost.<sup>83</sup> Markowitzev model odabira portfelja postavio je temelje za modernu teoriju izbora portfelja, ali se ne koristi u praksi zbog nekoliko razloga. Glavni razlog je potreba za velikom količinom dostupnih povijesnih podataka na temelju kojih je potrebno napraviti puno procjena prinosa i varijanca portfelja. Zbog toga su kroz godine razvijeni pojednostavljeni oblici ovog modela. Prvi model koji je smanjio zahtjeve za podacima bio je model *Sharpe* koji treba samo  $3n + 2$  parametra. Ovaj model ne zahtijeva procjene korelacija u paru između imovine, nego samo procjene o tome kako imovina ovisi o ponašanju tržišta. Markowitz i Sharpe na temelju *Sharpeovog modela* osvojili su 1990. godine nagradu *Sveriges Riksbank* za ekonomske znanosti u spomen na Alfreda Nobela.<sup>84</sup> *Sharpeov model* naziva se još i “model procjene kapitalne imovine“ (engl. *The Capital Asset Pricing Model* - CAPM). Prema CAPM modelu, poželjnost neke investicije, odnosno portfelja, može se mjeriti njegovom betom ( $\beta$ ). Ovaj model pretpostavlja da se prinos svake tržišne imovine može prikazati kao linearna funkcija samo jednog faktora – tržišne premije na rizik uz

<sup>82</sup> Gardijan, M., (2016). Efikasnost strategija zaštite portfelja primjenom opcija. Doktorski rad. Ekonomski fakultet Zagreb, str. 36 -37.

<sup>83</sup> Ibid., str. 37.

<sup>84</sup> Marling, H., & Emanuelsson, S. (2012). The Markowitz portfolio theory. November, 25. 2012.

koeficijent osjetljivosti beta. Prema CAPM, za pojedine imovine je beta i jedina relevantna mjera rizika jer ne sadrži specifični rizik, te kao takva odražava doprinos rizičnosti pojedine investicije riziku portfelja. Beta portfelja, kao ponderirana vrijednost beta pojedinih imovina, pokazatelj je rizičnosti portfelja u odnosu na tržišni portfelj. Tako se pasivno upravljanje portfeljem može provesti formiranjem portfelja čiji je beta koeficijent jednak 1. Aktivna strategija upravljanja će pak težiti investicijama čije su bete veće ili manje od 1, ovisno o očekivanjima promjena na tržištu. Nažalost, testiranja ovog modela pokazala su njegova ograničenja, budući da jednostavnost i brojne rigidne pretpostavke čine originalni model neprikladnim za korištenje u suvremenim uvjetima. Usprkos tomu, model se i danas (uz modifikacije) aktivno koristi, te se beta koeficijent CAPM modela koristi kao *benchmark* za vrednovanje investicija i upravljanje njegovom vrijednošću.<sup>85</sup>

Uz ranije navedene modele za vrednovanje portfelja, široko se primjenjuje i metoda za izračunavanje prinosa od dospijea (engl. *yield to maturity* - YTM) i metoda za izračunavanje planiranog prinosa za razdoblje držanja (engl. *holding period yield* - HPY). YTM se koristi ako će se vrijednosni papir držati do dospijea. Formula prinosa do dospijea određuje diskontnu stopu (ili prinos) po kreditu ili vrijednosnom papiru koja izjednačava tržišnu cijenu kredita ili vrijednosnog papira s očekivanim novčanim tijekovima (kamata i glavnica).

Međutim, mnoga financijska poduzeća često ne drže svoja ulaganja do dospijea. Neka se moraju prodati prije da bi se zadovoljila potražnja za novim kreditima ili kako si se pokrilo povlačenje depozita. U ovoj situaciji koristi se metoda za izračunavanje planiranog prinosa za razdoblje držanja (HPY) od trenutka kupnje do trenutka prodaje. Da bi pravilno postupio u ovoj situaciji, službenik za ulaganja treba izračunati prinos za razdoblje držanja (HPY). HPY je jednostavno stopa povrata (diskontni faktor) koja izjednačava kupovnu cijenu vrijednosnog papira s očekivanim priljevom prihoda sve dok se ne proda drugom ulagaču.<sup>86</sup>

---

<sup>85</sup> Gardijan, M., (2016). Efikasnost strategija zaštite portfelja primjenom opcija. Doktorski rad. Ekonomski fakultet Zagreb, str. 39.

<sup>86</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 324-325.

## 6. STRATEGIJE ODABIRA INVESTICIJSKIH PROIZVODA

Sama strategija odabira investicijskih proizvoda sastoji se od nekoliko polazišnih smjernica i pristupa. Važno je razumjeti samo proces upravljanje portfeljem, a zatim i strategije upravljanja koje se dijele na pasivnu, aktivnu ili poluaktivnu. Također, treba provesti analizu samih instrumenata unutar portfelja, odabrati strategiju dospjeća investicija i provesti nužne mjere zaštite portfelja od rizika. O svakom pojedinom pristupu i strategiji opisano je više u ovom poglavlju.

### 6.1. Pasivna, aktivna ili poluaktivna strategija upravljanja portfeljem

Strategije portfolio menadžmenta dijele se na agresivne strategije koje nastoje maksimizirati prinos, iako su pritom svjesne visokog rizika ulaganja te na konzervativne strategije kojima je cilj minimiziranje rizika ulaganja, prihvaćajući ograničenja kada je potencijalni prinos u pitanju. Agresivnim strategijama upravljanja portfeljem odgovaraju aktivne strategije, dok konzervativnim strategijama odgovaraju pasivne portfolio strategije. Najčešća tema rasprave među stručnjacima je pitanje izbora između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfeljem, a posljednjih nekoliko godina javlja se i takozvana hibridna ili poluaktivna strategija, koja zapravo sadrži elemente pasivne i aktivne strategije zajedno.

Aktivna strategija još nosi titulu i dominantne strategije upravljanja portfeljem te se najčešće primjenjuje za upravljanje portfeljem vrijednosnica. Ova strategija polazi od pretpostavke tržišne neefikasnosti koja pruža priliku za postizanjem natprosječnih prinosa. Zagovornici aktivnog upravljanja portfeljem smatraju da su tržišta kapitala dovoljno neefikasna da opravdaju potragu za pogrešno ocijenjenim vrijednosnicama.<sup>87</sup> Strategije aktivnog upravljanja obveznicama temelje se na upravljanju instrumentima s fiksnim prihodom u potrazi za određenim ciljem, a cilj je maksimiziranje prinosa ulaganja. Maksimiziranje prinosa ulaganja postiže se minimiziranjem rizika i upravljanjem kamatnim stopama. Aktivni pristup oslanja se na sposobnost menadžera da pronade intrinzičnu vrijednost investicije i da iskoristi neefikasnost tržišta u postavljanju cijena vrijednosnica. Prema zagovornicima aktivnog ulaganja, tržište u dugom roku mora prepoznati tu vrijednost, a ulaganjem u podcijenjene investicije aktivni menadžer ostvaruje dodatnu vrijednost naspram tržišta. Dva su osnovna stila aktivnog upravljanja obvezničkim portfeljem:

1. ulaganje u rast – nastoji ostvariti superiorne rezultate ulaganjem u investicije koje obećavaju

---

<sup>87</sup> Leković, M. (2022). Izbor između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Ekonomski izazovi.

brži rast od rasta ukupnog tržišta;

2. ulaganje u vrijednost – nastoji ostvariti superiorne rezultate ulaganjem u podcijenjene investicije. Aktivni menadžer koristi sva tri alata portfolio menadžmenta (alokaciju, selekciju i tržišno tempiranje), te ih različito kombinira kako bi ostvario maksimalan profit. Kod aktivno upravljanih portfelja klijenti uobičajeno menadžerima daju više slobode.<sup>88</sup>

Ako sagledamo aktivno upravljanjem portfeljem, možemo reći da zahtijeva veće analitičke napore te samim tim donosi i veće troškove upravljanja portfeljem. Aktivno upravljeni portfelji imaju veću frekvenciju kupnje i prodaje vrijednosnica od onih pasivno upravljanih te se zbog toga često provodi i rebalans portfelja. Usprkos tomu, zagovornici ove metode smatraju da aktivno upravljanje portfeljem uspješno kompenzira navedene troškove i opravdava uložena sredstva.<sup>89</sup> Nekoliko je glavnih strategija aktivnog upravljanja portfeljem: odozgo prema dolje (engl. *top-down*) i odozdo prema gore (engl. *bottom-up*) strategija te strategija kontriranja. Malo više o ovim strategijama opisano je u nastavku rada.

Na suprotnoj strani nalazi se pasivno upravljanje, koje također nazivamo i *upravljanje indeksnim fondom*. Prvi takav fond osnovan je 1971. godine, a danas pasivno upravljeni portfelji predstavljaju jedan od najbrže rastućih financijski proizvoda. Portfelj pasivne strategije može biti strukturiran kao fond kojim se trguje na burzi (ETF), uzajamni fond ili jedinični investicijski trust. Glavni cilj pasivne strategije portfelja je da se diverzifikacijom portfelja stvara dupliciranje povrata određenog tržišnog indeksa ili referentne vrijednosti. Menadžeri kupuju iste dionice koje su navedene u indeksu, koristeći isti ponder koji predstavljaju u indeksu.<sup>90</sup>

Zagovaratelji pasivne strategije portfelja pretpostavljaju da je tržište efikasno u određivanju stvarnih cijena vrijednosnica i da ga dugoročno nije moguće pobijediti aktivnim strategijama. Pasivni investitori stoga ulažu na dugi rok, odnosno drže se strategije „kupi i drži“. Ovaj način ulaganja u manjoj mjeri se oslanja na analizu i selekciju investicija, a više na alokaciju imovine. Pojedina investicijska klasa u portfelju pasivnih investitora najčešće oponaša odgovarajući tržišni indeks iste klase. Stoga bi rezultat pasivne strategije trebao biti približno jednak prinosu tržišta. Osim strategija *kupi i drži*, veoma važna strategija upravljanja obveznicama je strategija

---

<sup>88</sup> Rengel, J. (2023). Strategije upravljanja portfeljem obveznica (Doctoral dissertation, University of Pula. Faculty of economics and tourism "Dr. Mijo Mirković").

<sup>89</sup> Leković, M. (2022). Izbor između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Ekonomski izazovi.

<sup>90</sup> Hayes A. (2023). Portfolio Management: Definition, Types, and Strategies. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 10. 1. 2024.)

indeksiranja, koja se primjenjuje za usklađivanje indeksa kod izrade portfelja obveznica. Usklađivanje indeksa izrađuje se da bismo znali koji su prinosi indeksa obveznica. Indeksiranje je dosta bilo korišteno u upravljanju portfeljem dionica, a primjena indeksiranja u upravljanju portfelju obveznica predstavlja novu praksu.<sup>91</sup> Obje strategije detaljnije su objašnjene u nastavku rada.

Nekoliko je pozitivnih karakteristika pasivnog upravljanja portfeljem. Primarno je to minimiziranje transakcijskih troškova, budući da je osnovno uvjerenje ove strategije da je nemoguće konzistentno pobjeđivati tržište što, shodno tome, dovodi do smanjenja trgovanja te samim tim i smanjenje troškova. Također, smatraju da se financijskom analizom ne mogu otkriti povoljne prilike za zaradu, zbog čega su i troškovi analize minimalni. Tu je i vrijeme utrošeno za upravljanje i troškovi upravljanja portfeljem su znatno niži u odnosu na aktivno upravljanje. Naposljetku, pasivno upravljanje insistira na širokoj diverzifikaciji portfelja, što minimizira rizike ulaganja.<sup>92</sup>

Budući da debata o odabiru između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfeljem i odluci koja je najprikladnija traje još od sedamdesetih godina 20-og stoljeća, stvorena je takozvana integracija ovih strategija koju nazivamo *hibridna ili poluaktivna strategija upravljanja portfeljem*. Ova strategija upravljanja portfeljem koristi predanosti ali i ublažava nedostatke aktivne i pasivne strategije upravljanja portfeljem, čime se postiže superiorniji odnos prinosa i rizika negoli njihovom pojedinačnom upotrebom. Nekoliko je poznatih hibridnih strategija upravljanja portfeljem poznatih pod nazivom *security-selection style of management*, *asset-allocation style of management* i *core-satellite* strategija investiranja.<sup>93</sup> Među njima je najpopularnija *core-satellite* strategija investiranja koja je detaljnije opisana u nastavku rada.

### **6.1.1. Bottom-up i top-down pristup**

Za uspješno upravljanje investicijskim portfeljem ključno je korištenje neke od strategija analize ulaganja. Analiza ulaganja pomaže nam u procjeni različitih vrsta imovine i vrijednosnica, industrije, trendova i sektora kako bismo lakše i bolje dostigli naše investicijske ciljeve. Pritom je važno zapamtiti da ne postoji ispravna ili pogrešna metodologija već je važno izabrati onu koja najviše odgovara ciljevima investiranja, riziku i razini udobnosti. Dvije su

---

<sup>91</sup> Rengel, J. (2023). Strategije upravljanja portfeljem obveznica (Doctoral dissertation, University of Pula. Faculty of economics and tourism "Dr. Mijo Mirković").

<sup>92</sup> Leković, M. (2022). Izbor između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Ekonomski izazovi.

<sup>93</sup> Ibid., str. 99.

poznate i široko primijenjene aktivne strategije: strategija ulaganja odozgo prema dolje (engl. *Top-down*) i odozdo prema gore (engl. *Bottom-up*). *Top-down* ulaganje ili *Ulaganje odozgo prema dolje* uključuje promatranje velikih ekonomskih čimbenika za donošenje investicijskih odluka, dok *Bottom-up* ili *Ulaganje odozdo prema gore* gleda na temelje specifične za tvrtku, kao što su financije, ponuda i potražnja te vrste dobara i usluga koje tvrtka nudi. Iako obje metodologije imaju prednosti, oba pristupa imaju isti cilj: identificirati sjajne zalihe.<sup>94</sup>

*Top-down* pristup lakši je za investitore te može pomoći ulagačima pri izboru kvalitetnih dionica koje nadmašuju tržište čak i tijekom razdoblja pada. Ovaj pristup ulaganju primarno se usredotočuje na širu sliku, odnosno na to kako cjelokupno gospodarstvo i makroekonomski čimbenici pokreću tržišta i, u konačnici, cijene dionica. Također, ovaj pristup stavlja naglasak na važnost praćenja samog učinka sektor ili industrija u koje se ulaže. Sama *Top-down* analiza ulaganja uključuje nekoliko faktora: (1) gospodarski rast ili bruto domaći proizvod (BDP) u SAD-u i diljem svijeta, (2) monetarna politika Banke saveznih rezervi uključujući snižavanje ili podizanje kamatnih stopa, (3) inflaciju i cijenu roba i (4) cijene i prinosi obveznica, uključujući državne obveznice SAD-a.<sup>95</sup>

S druge strane, *Bottom-up* pristup ispituje osnove dionica, manje je usredotočen na tržišne uvjete, makroekonomske pokazatelje te osnove industrije. Ovaj pristup fokus stavlja na uspješnost pojedine tvrtke u sektoru u usporedbi s određenim tvrtkama unutar sektora. Fokus analize odozdo prema gore uključuje: (1) financijske omjere, uključujući cijenu i zaradu (P/E), tekući omjer, povrat na kapital i neto profitnu maržu, (2) rast zarade, uključujući buduće očekivane zarade, (3) rast prihoda i prodaje, (4) financijsku analizu financijskih izvješća poduzeća, uključujući bilancu, račun dobiti i gubitka i izvještaj o novčanom toku, (5) novčani tok i slobodni novčani tok pokazuju koliko dobro poduzeće generira novac i može financirati svoje poslovanje bez dodatnog zaduživanja, (6) vodstvo i učinak upravljačkog tima tvrtke i (7) proizvode tvrtke, tržišnu dominaciju i tržišni udio. Ako usporedimo ova dva pristupa, možemo vidjeti da općenito *Top-down* pristup s visoke razine sagledava globalno gospodarstvo te se zatim kreće prema užem i specifičnijem pogledu imovine i industrije. *Bottom-down* metoda ima suprotan pristup, te, s druge strane, polazi od specifičnosti i kreće se prema općenitijem pogledu na cjelokupno gospodarstvo. Upravo zbog toga većina investitora preferira primjenu oba

<sup>94</sup> The Investopedia Team. (2022). Top-Down vs. Bottom-Up: What's the Difference? (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno s <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 11. 10. 2022.)

<sup>95</sup> The Investopedia Team. (2022). Top-Down vs. Bottom-Up: What's the Difference? (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno s <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 11. 10. 2022.)

pristupa koji omogućavaju kompletan pregleda tržišta i ekonomsku prognozu iz oba ugla.<sup>96</sup>

### **6.1.2. Strategija kontriranja (engl. *reversal/contrarian strategy*)**

Warren Buffet, jedan od najpoznatijih i najistaknutijih investitora, opisao je strategiju kontriranja: "Budi pohlepan kada su drugi bojažljivi i bojažljiv kada su drugi pohlepni." Jednostavnije rečeno, slijedi pravilo i kupuj kad drugi prodaju i prodaj kad drugi kupuju. Aktivna strategija kontriranja ili engleski *contrarian strategy*, kao što i sam naziv govori, predstavlja suprotno ulaganje. Ova strategija uključuje protivljenje raspoloženju ulagača u određenom trenutku. Načela koja stoje iza ovog načina ulaganja mogu se primijeniti na pojedinačne dionice, industriju u cjelini ili čak cijela tržišta. Prema Davidu Dremanu, ulagači pretjerano reagiraju na razvoj vijesti i precjenjuju "vruće" dionice te podcjenjuju zarade posrnulih dionica. Ova pretjerana reakcija rezultira ograničenim kretanjem cijene prema gore i strmim padovima za dionice koje su "vruće" i ostavlja prostora investitoru da izabere dionice s podcijenjenom cijenom.<sup>97</sup>

Za razliku od ostalih strategija investiranja, strategija kontriranja je zasnovana na efektu zaokreta, tj. uvjerenju da će akcije koje su imale loše rezultate u prethodnom razdoblju ostvariti natprosječne rezultate u budućem razdoblju, i obrnuto. Zahvaljujući brojnim empirijskim dokazima uspješnosti, ova je strategija dosegla veliku popularnost i široku upotrebu, posebice među financijskim investitorima.<sup>98</sup>

### **6.1.3. Kupi i drži (engl. *buy and hold*)**

Kupi i drži ili engl. *buy and hold*, ubrajamo među pasivne strategije investiranja. Kod strategije „Kupi i drži“ pasivni investitori ulažu na duži rok. Ovaj način ulaganja u manjoj mjeri se oslanja na analizu i selekciju investicija, a više na alokaciju imovine. Pojedina investicijska klasa u portfelju pasivnih investitora najčešće oponaša odgovarajući tržišni indeks iste klase. Stoga bi rezultat pasivne strategije trebao biti približno jednak prinosu tržišta.<sup>99</sup> Najčešće prvotno kreirani portfelj ostaje u neizmijenjenom obliku zbog odsustva aktivne kupovine i prodaje vrijednosnica iz portfelja nakon njegova kreiranja. Moguće su samo manje izmjene portfelja koje nastaju kao posljedica reinvestiranja prihoda od dividendi i kamata. Kod ove

---

<sup>96</sup> The Investopedia Team. (2022). Top-Down vs. Bottom-Up: What's the Difference? (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 11. 10. 2022.)

<sup>97</sup> Chen J. (2022). What Is a Contrarian? Strategy in Trading, Risks, and Rewards. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 11. 1. 2024.)

<sup>98</sup> Leković, M. (2022). Izbor između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Ekonomski izazovi.

<sup>99</sup> Rengel, J. (2023). Strategije upravljanja portfeljem obveznica (Doctoral dissertation, University of Pula. Faculty of economics and tourism "Dr. Mijo Mirković").



strategije investitor polazi od pretpostavke da su sve vrijednosnice pravilno vrednovane te se zbog toga primjenjuje sistem slučajnog izbora. „Kupi i drži“ strategija pridaje veći važnost minimizaciji rizika ulaganja kako bi postigla zadovoljavajući stupanj diverzifikacije rizika.<sup>100</sup>

#### 6.1.4. Indeksiranje (Indeks *matching-indeksing*)

Još jedna popularna pasivna strategija upravljanja portfeljem je indeksiranje koje se primjenjuje za usklađivanje indeksa prilikom izrade portfelja. Indeksiranje se najčešće koristi u upravljanju portfeljem dionica, a odnedavno možemo vidjeti primjenu indeksiranja u upravljanju portfeljem obveznica. Glavni cilj indeksiranja je zapravo kopiranje performansi odabranog tržišnog indeksa. Međutim, potpuno podudaranje performansi kreiranog portfelja s performansama odabranog tržišnog indeksa je gotovo nemoguće zbog čestih promjena sastava i strukture tržišnog indeksa. Zbog toga je nužno stalno prilagođavanje strukture repliciranog portfelja, što kao posljedicu ima troškove prilagođavanja koji onemogućavaju podudaranje performansi repliciranog portfelja s performansama odabranog tržišnog indeksa. Također, taj proces zahtijeva vrijeme, pa je vremenski jaz u prilagođavanju dodatni razlog nepodudaranja performansi tržišnog indeksa.<sup>101</sup> Ovo odstupanje od tržišnog indeksa naziva se *greška praćenja* (engl. *tracking error*). To je mjera u kojoj se prinos portfelja  $r_p$  razlikuje od prinosa indeksiranja  $r_b$ . Formula za strategiju indeksiranja glasi:

$$\text{Tracking error} = \omega = \text{var}(r_p - r_b)$$

Gdje je :

- var → varijanca
- $r_p$  → prinos portfelja
- $r_b$  → prinos indeksiranja.

Pasivna strategija ne zahtijeva vrijeme i resurse utrošene na analizu pojedinačnih vrijednosnica, kao ni na tržišno tempiranje, čime se smanjuju troškovi upravljanja, ali i rizici od ljudske pogreške. Praćenjem tržišnog indeksa investitor se izlaže tržišnom riziku, no ujedno odstranjuje rizik od pogrešaka u investicijskom odlučivanju. Aktivni menadžeri su pod mnogo većim pritiskom da pobijede indeks, što može dovesti do pogrešnih investicijskih odluka.<sup>102</sup>

<sup>100</sup> Leković, M. (2022). Izbor između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Ekonomski izazovi.

<sup>101</sup> Ibid., str. 98.

<sup>102</sup> Rengel, J. (2023). Strategije upravljanja portfeljem obveznica (Doctoral dissertation, University of Pula. Faculty of economics and tourism "Dr. Mijo Mirković").

### 6.1.5. Core satellite strategija

Core satellite strategija je hibridna strategija upravljanja portfeljem koja, kao što i sam naziv govori, podrazumijeva postojanje osnovnog portfelja kao jezgre te veći broj manjih pratećih portfelja tzv. satelita. Funkcija manjih, pratećih portfelja je da svojim prednostima ublažavaju nedostatke osnovnog portfelja. U okviru ove strategije investiranja razlikuju se strategija pasivne jezgre i strategija aktivne jezgre, a izbor između njih ovisi o razini tolerancije na rizik investitora. Kod strategije pasivne jezgre glavna ideja je da se najveći dio portfelja tzv. jezgra indeksira a da se s ostatkom portfelja upravlja. Ovim pristupom postiže se kontrola troškova i diversifikacija ulaganja praćena niskim rizikom ulaganja. S druge strane, uloga aktivno upravljanih pratećih portfolija je postizanje prinosa viših od prosječnog tržišnog prinosa. Na ovaj način združujemo pozitivne strane osnovnog i pratećih portfelja, a negativne se međusobno ublažavaju.<sup>103</sup>

U Tablici 3. prikazan je primjer primjerne Core satellite strategije. Prvi korak je izdvojiti glavni dio portfelja - na taj način izdvojena je imovina namijenjena za pasivno upravljanje. Na primjeru u Tablici 3. polovica imovine za pasivno upravljanje uložena je u S&P 500 indeksni fond. Za dio portfelja koji je namijenjen za aktivno upravljanje primarni je cilj odabrati ulaganja gdje vještina upravitelja portfelja pruža priliku za zaradom većih povrata od onih koje generira pasivni portfelj. U primjeru niže 10 % portfelja uloženo je u obveznički fond, a preostali dio dionica razmjerno je podijeljen između biotehnološkog i robnog fonda.<sup>104</sup>

Tablica 3. Primjer primjerne Core satellite strategije

| <b>Investicija</b>                           | <b>Postotak</b> |
|--|-----------------|
| <b>S&amp;P 500 Indeksni fond</b>             | 50 %            |
| <b>Aktivno upravljani obveznički fond</b>    | 10 %            |
| <b>Aktivno upravljani biotehnološki fond</b> | 20 %            |
| <b>Aktivno upravljani robni fond</b>         | 20 %            |

Izvor: Smith L. (2022). A Guide to Core-Satellite Investing. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/>

<sup>103</sup> Leković, M. (2022). Izbor između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Ekonomski izazovi.

<sup>104</sup> Smith L. (2022). A Guide to Core-Satellite Investing. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/> (pristupljeno 6. 2. 2024.)

## 6.2. Proces upravljanja investicijama

Samo upravljanje investicijskim portfeljem banke je uz kreditni portfelj najvažniji način upravljanja financijskom imovinom banke. Investicijski portfelj ostvaruje prihod i osigurava rezerve likvidnosti, stoga je osnovni cilj investicijskog portfelja maksimizacija prihoda i održavanje likvidnosti. Cijeli proces upravljanja investicijama uključuje odabir kombinacije vrijednosnih papira, optimalno trajanje i dospijeća, te vrijeme kupnje i prodaje. Poslovne banke imaju jedan dio unutar svojih ukupnih plasmana uložen u investicijske proizvode kako bi ostvarili prinos iz tekućih prihoda na povremeno slobodna sredstva. Pri formiranju investicijskog portfelja banke imaju tri primarna cilja: sigurnost, likvidnost i prihod. Kroz investicije u vrijednosnice banke rješavaju sukobe između tri navedena cilja, od optimizacije opsega i strukture plasmana uspijevaju ostvariti održavanje potrebne razine likvidnosti, ograničavanje rizika i stvaranje dodatnih prihoda.<sup>105</sup>

U skladu s tim, glavno polazište procesa upravljanja investicijama, odnosno portfeljem, je definiranje strateških smjernica upravljanja portfeljem unutar kojih se (1) definiraju ciljevi i ograničenja investiranja, (2) određuje načelni pristup alokaciji investicija i (3) strategija upravljanja investicijama. To je zapravo početna faza planiranja procesa investiranja. Ako se osvrnemo na definiranje ciljeva investiranja, oni mogu biti različito definirani, no u pravilu se određuju u odnosu na ciljani rizik. Ciljani rizik kao primarna veličina, uz ostala ograničenja investiranja, definira mogući ciljani prinos. S druge strane, ograničenja investitora su sklonost i sposobnost prihvaćanja rizika te raspoloživa sredstva za ulaganje, njihov vremenski raspored, vremensko ograničenje investiranja ili, na primjer, željena likvidnost investicije. Ograničenja ulaganja može postaviti i tržište u obliku transakcijskih troškova ili poreznih tretmana, ili ona mogu biti određena posve specifičnim zahtjevima pojedinih investitora. Strategija upravljanja portfeljem općenito može biti pasivna, aktivna ili poluaktivna, a više o tome opisali smo u potpoglavlju 9.1. Ovisno o tome, nastojat će se formirati portfelj koji prati neki referentni indeks (*benchmark*) ili koji nastoji ostvariti superiorniji prinos od zadanog *benchmarka*, odnosno portfelj u kojem se kombinirano primjenjuju ta dva pristupa. Strategija upravljanja kao načelni pristup upravljanju portfeljem također uključuje i strategiju upravljanja rizikom, odnosno strategiju zaštite portfelja, ako se ona želi primijeniti u svrhu očuvanja uložene vrijednosti. Uz upravljane portfeljem kao sastavni dio dolazi i politika investiranja. Precizno definiranje

---

<sup>105</sup> Barjaktarović, M. (2012). Upravljanje investicionim portfoliom banke. EMC REVIEW-ECONOMY AND MARKET COMMUNICATION REVIEW, 3(1).

politike upravljanja portfeljem uz uvažavanje tržišnih prilika i prognoza jedan je od preduvjeta konzistentnog upravljanja portfeljem i osnova za mjerenja uspješnosti ostvarivanja definiranog cilja. Bez jasno definirane politike investiranja nećemo biti u mogućnosti pravovremeno reagirati na promjene, što počesto dovodi do neefikasnog investiranja.<sup>106</sup>

### **6.3. Analiza instrumenata financiranja**

Samu analizu instrumenata investiranja moguće je pratiti s pomoću indeksa kao reference uspješnosti portfelja. Burze svakodnevno objavljuju veliki broj indeksa koji prikazuju izvedbu strategija ulaganja. Indeks definiramo kao mjeru za cjenovnu izvedbu košarice vrijednosnih papira koristeći standardiziranu metriku i metodologiju. Jednostavnije rečeno, indeksi na financijskim tržištima koriste se kao mjerilo za procjenu uspješnosti ulaganja. Indeksi su korisni za pružanje valjanih referentnih vrijednosti prema kojima se mjeri uspješnost ulaganja za određenu strategiju ili portfelj. Razumijevanjem kako strategija funkcionira u odnosu na referentnu vrijednost, može se razumjeti njezina stvarna izvedba. Indeksi se također često koriste za praćenje drugih financijskih ili ekonomskih podataka - kao što su kamatne stope ili inflacija. Indeksi također pružaju ulagačima pojednostavljenu sliku velikog tržišnog sektora, bez potrebe za ispitivanjem svake pojedine imovine u tom indeksu. Indeks specifičan za sektor može pokazati prosječni trend za sektor.<sup>107</sup>

Razlikujemo dvije vrste indeksa: dionički indeks i obveznički indeks. Dionički indeksi se izračunavaju kao aritmetičke sredine, jednostavne ili ponderirane. Način izračunavanja obvezničkih indeksa je puno složeniji. Pritom sve indekse možemo podijeliti u dvije glavne cjeline: (1) indeksi koji se izračunavaju na temelju svih vrijednosnih papira u određenom skupu ili na određenom tržištu (npr. Wilshire 5.000 indeks); (2) indeksi koji predstavljaju cijeli skup, ali se izračunavaju temeljem odabranog uzorka vrijednosnih papira (npr. DJIA). Ove dvije grupe indeksa se razlikuju po tome što nam prvi pokazuje ukupnu tržišnu vrijednost svih vrijednosnica u nekom skupu u apsolutnom iznosu. S druge strane, indeksi izračunani na temelju uzorka relativno prikazuju vrijednost dionica u indeksu, tj. obično kreću od neke bazne vrijednosti.<sup>108</sup>

Važno je konstantno praćenje trendova na tržištu što provodimo putem kretanja indeksa, ali je za utvrđivanje trenda kretanja na tržištu i financijsku analizu nužno pratiti i promet na tržištu.

---

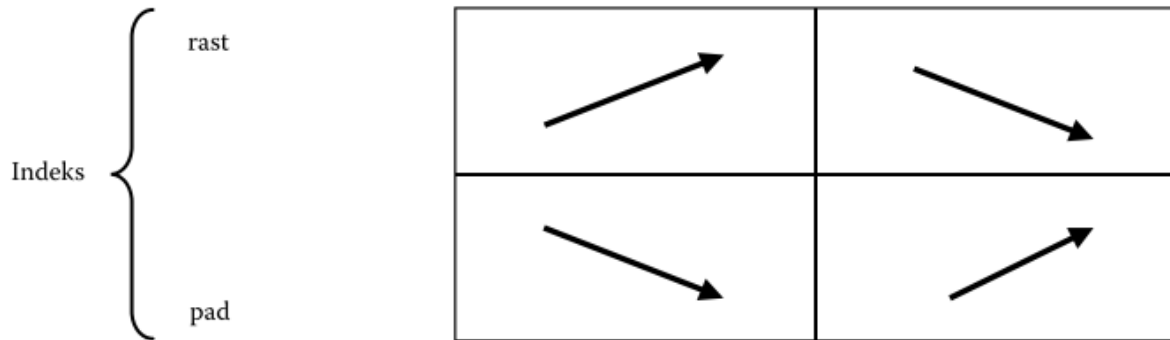
<sup>106</sup> Gardijan, M. (2016). Efikasnost strategija zaštite portfelja primjenom opcija. Doktorski rad. Ekonomski fakultet Zagreb.

<sup>107</sup> Chen J. (2023) What Is an Index? Examples, How It's Used, and How to Invest. (mrežna stranica) Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/index.asp> (pristupljeno 13. 1. 2024.)

<sup>108</sup> Šlibar, E. (2009). Metode izračuna burzovnih indeksa. (Mrežno). Dostupno na: <http://finance.hr/> (Pokušaj pristupa 23. lipnja 2016.).

Investitor mora znati je li se tržišna cijena dionice formirala na temelju visokog ili niskog prometa.

Slika 8. Matrica snage tržišnih signala



Izvor: Dabić, S., & Penavin, S. (2009). Utjecaj obujma trgovanja na kretanje tržišnog indeksa Crobex. *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, 22(1), str. 55.

Rast tržišnog indeksa, uz rast i povećanje prometa, jak je signal nastavka trenda rasta tržišta. Pad tržišnog indeksa (cijena dionica), uz rast prometa, jak je signal promjene trenda i pada tržišta. Rast tržišnog indeksa, uz pad i smanjenje prometa, signal je promjene trenda i kratkotrajnog pada tržišta. Pad tržišnog indeksa, uz pad i smanjenje prometa, signal je promjene trenda i mogućega kratkotrajnog oporavka tržišta. Postavlja se pitanje: dovodi li manja količina dionica na strani ponude i potražnje uobičajeno do pada tržišnog indeksa, odnosno velika količina dionica do rasta tržišta?

Neki od najvažnijih indeksa na američkim tržištima su *S&P 500* i *Dow Jones Industrial Average*. U Hrvatskoj tržišni indeks koji prati kretanje promjena u trgovanju dionicama na Zagrebačkoj burzi naziva se *Crobex*, a trgovanja obveznicama *Crobis*. Indeks *Crobex* utemeljen je 1. srpnja 1997. godine, a njegova je početna vrijednost iznosila 1.000 bodova.<sup>109</sup>

Trenutačna vrijednost *Crobex* indeksa u trenutku pisanja rada na dan 29. siječnja 2024. g. iznosi 2.642,16!<sup>110</sup>

## 6.4. Strategije dospijeca investicija

Prilikom kreacije investicijskog portfelja potrebno je donijeti odluku o raspodijeli dospijeca. Pritom se javlja pitanje: koja dospijeca vrijednosnih papira je najbolje odabrati?

<sup>109</sup> Dabić, S., & Penavin, S. (2009). Utjecaj obujma trgovanja na kretanje tržišnog indeksa Crobex. *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, 22(1), 51-61.

<sup>110</sup> Zagrebačka burza. Dostupno na: <https://zse.hr/> (pristupljeno 29. 1. 2024.)

Službenik zadužen za ulaganja ima nekoliko opcija i mora odlučiti u kojem postotku ulaganja trebaju biti usmjerena na kratkoročne obveznice ili je bolje većinski odabrati samo dugoročne zapise i obveznice, ili možda njihovu kombinaciju. Postoji nekoliko strategija distribucije dospijeća. Važno je poznavati njihove pozitivne i negativne aspekte kako bismo mogli donijeti najbolju moguću odluku. Neke od najpoznatiji su:

*Politika ljestvice rokova dospijeća ili politika razmaknutih dospijeća* je popularni pristup problemu dospijeća, osobito kod manjih institucija, koji se temelji na odabiru maksimalno prihvatljivog dospijeća i tada ulaganje jednakog udjela vrijednosnih papira za svaki od nekoliko intervala dospijeća, sve dok se ne dostigne prihvatljivo dospijeće. Drugim riječima, strategija je podijeliti portfelj ulaganja jednako između svih dospijeća prihvatljivih za instituciju koja ulaže. Prednosti ove strategije su smanjenje fluktuacija prihoda od ulaganja te to što je za njezino izvršenje potrebna mala stručnost menadžmenta za ulaganja. Također, ovaj pristup ljestvice rokova dospijeća ima tendenciju povećanja investicijske fleksibilnosti. Negativan aspekt ovog pristupa je što ova strategija zasigurno ne maksimizira prihod od ulaganja.<sup>111</sup>

*Politika kratkoročnih dospijeća ulaganja* je druga popularna strategija koja se temelji na kupnji isključivo kratkoročnih vrijednosnih papira te stavljanju svih ulaganja unutar kratkog vremenskog intervala. Ovaj pristup naglašava korištenje investicijskog portfelja primarno kao izvora likvidnosti, a ne kao izvora prihoda. Na taj se način jača likvidnosnu poziciju financijskog poduzeća i izbjegava kapitalne gubitke ako kamatne stope porastu.<sup>112</sup>

*Politika dugoročnih dospijeća ulaganja* temelji se na strategiji gdje su sva ulaganja u vrijednosne papire isključivo dugoročna. Institucija koja ulaže te koja slijedi pristup dugoročnih dospijeća kredita može odlučiti da će ulagati samo u obveznice čije je dospijeće u rasponu od 5 do 10 godina. Ovakva će se institucija vjerojatno uvelike oslanjati na pozajmljivanje sredstava s tržišta novca da bi ispunila svoje likvidnosne zahtjeve. Prednost ove strategije je ta što maksimizira potencijalni prihod od ulaganja ako kamatne stope padnu.<sup>113</sup>

*Barbell strategija* je zapravo kombinacija pristupa kratkoročnih i dugoročnih dospijeća ulaganja, a često ju koriste manja financijska poduzeća. Prema ovoj strategiji institucija koja ulaže stavlja većinu svojih sredstava u kratkoročni portfelj visoko likvidnih vrijednosnih papira, s jedne, te dugoročni portfelj obveznica, s druge strane, uz minimalna ulaganja u vrijednosne

---

<sup>111</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 336-337.

<sup>112</sup> Ibid., str. 337.

<sup>113</sup> Rose, P. S., & Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. Zagreb: MATE d.o.o., str. 337.

papire srednjoročnog dospijeca. Ovakav pristup pomaže zadovoljiti potrebe likvidnosti s kratkoročnim vrijednosnim papirima i ostvariti ciljeve zarada zbog viših potencijalnih zarada od dugoročnog dijela portfelja.<sup>114</sup>

*Pristup očekivanja kamatnih stopa* jedna je od najagresivnijih strategija dospijeca, a temelji se na kontinuiranom mijenjaju dospijeca vrijednosnih papira u skladu s tekućim predviđanjima kamatnih stopa i ekonomije. Ovaj pristup ukupnog poslovanja ili očekivanja kamatnih stopa traži pomicanje ulaganja prema kratkoročnom kraju spektra dospijeca - kad se očekuje porast kamatnih stopa, a prema dugoročnom kraju - kad se očekuje pad kamatnih stopa. Prednost ovog pristupa je veliki potencijal za kapitalne dobitke, ali istovremeno treba osvijestiti povećanje spektra značajnih gubitaka. Također, ovaj pristup dospijecu zahtijeva sveobuhvatno poznavanje tržišnih sila, predstavlja veći rizik ako se očekivanja ne ispune, a nosi i veće transakcijske troškove zbog mogućnosti potrebe čestog trgovanja i mijenjanja vrijednosnih papira.<sup>115</sup>

## **6.5. Strategije zaštite portfelja od rizika**

Kao što je navedeno u Poglavlju 6.5. brojni su rizici kojima portfelj može biti izložen - kamatni rizik, kreditni rizik, poslovni rizik, rizik likvidnosti, inflacije. Danas su dostupne određene strategije koje djeluju u cilju smanjenja rizika portfelja zbog nepovoljnih tržišnih uvjeta. Takve strategije koriste skup tehnika upravljanja portfeljem sa svrhom očuvanja minimalne vrijednosti portfelja, minimalnog prinosa ili minimalne varijabilnosti vrijednosti u zadanom vremenskom razdoblju. Donju granicu vrijednosti portfelja ili maksimalnu razinu varijabilnosti definira sam investitor, a uspješnost ostvarivanja zadanog cilja ovisi o prikladnosti i uspješnosti implementacije strategije zaštite. Strategije zaštite mogu biti manje ili više kompleksne. U nastavku su navedene neke od najučestalijih strategija zaštite portfelja.<sup>116</sup>

Jedna od manje kompleksnih strategija je *diverzifikacija* koja rizik portfelja raspršuje na pojedine imovinske kategorije ili pojedine investicije, čime se smanjuje izloženost specifičnim rizicima pojedinih instrumenata investiranja. Osnovna pretpostavka uspješnosti diverzifikacije kao strategije upravljanja rizikom je nepostojanje savršene pozitivne korelacije između pojedinih imovina, zbog čega se promjene prinosa pojedinih investicija u određenoj mjeri na razini portfelja poništavaju. Na taj način je rizik portfelja manji u odnosu na ukupnu rizičnost

---

<sup>114</sup> Ibid., str. 337-338.

<sup>115</sup> Ibid., str. 338.

<sup>116</sup> Gardijan, M. (2016). Efikasnost strategija zaštite portfelja primjenom opcija. Doktorski rad. Ekonomski fakultet Zagreb. str. 59.

pojedinih instrumenata pa diverzifikacija smanjuje ukupan rizik portfelja. Smatra se da veća diverzifikacija jamči i bolji uspjeh ovakve strategije zaštite.<sup>117</sup>

Jedna od najjednostavnijih strategija zaštite portfelja od smanjenja vrijednosti je *strategija sa stop nalogom* (engl. *stop loss*). Koristi se kad investitor nema puno vremena ili mogućnosti za konstantno praćenje tržišta, ali želi ograničiti gubitak vrijednosti portfelja na određenu razinu. Strategija nosi naziv prema vrsti tržišnoga naloga koji se automatski izvršava po tržišnoj cijeni ako cijena imovine dosegne određenu razinu ili ako se cijena tijekom zadanog vremenskog razdoblja promijeni za više od neke (postotne) prihvatljive vrijednosti. Tako investitor u dugoj poziciji daje prodajni stop nalog za prodaju vrijednosnog papira po tržišnoj cijeni ako se cijena dovoljno smanji kako bi izbjegao daljnje gubitke, dok investitor u kratkoj poziciji daje kupovni stop nalog koji se izvršava kada se cijena dovoljno poveća. Također, nalog može biti izdan tako da se kupoprodaja vrijednosnog papira izvrši kad se ispuni neki drugi kriterij za koji investitor smatra da bi mogao narušiti minimalnu prihvatljivu vrijednost portfelja.<sup>118</sup>

Strategija stalnih udjela u portfelju također pripada jednostavnim strategijama upravljanja rizikom portfelja, a temelji se na definiranju i održavanju konstantnih vrijednosnih udjela pojedinih vrsta imovine u portfelju. Portfelj se podijeli na različite skupine imovine korištenjem odabranog kriterija te se definira željena razina izloženosti određenoj skupini. Razina izloženosti može biti definirana kao donja ili gornja granica vrijednosti dijela portfelja. Ako se definirana granica dostigne, to ukazuje na potrebu korekcije strukture portfelja kupnjom dodatne izloženosti, odnosno prodajom viška izloženosti, što bi trebalo dovesti portfelj na željenu strukturu. Strategija zaštite korištenjem konstantnih udjela u portfelju (engl. *Constant Proportion Portfolio Insurance*, CPPI) zamišljena je tako da se portfelj podjeli na rizičniju – aktivnu imovinu, koja ima veći prinos, te manje rizičnu imovinu – pričuvu, koja ima manji, ali sigurniji prinos. Cilj strategije je održavati konstantnu razinu izloženosti riziku, što se postiže držanjem konstantnog udjela vrijednosti aktivne imovine u zaštitnoj vrijednosti portfelja. Kada pokazatelj izloženosti prijeđe granice tolerancije, investitor bi trebao poduzeti korektivne akcije kupnje ili prodaje rizične imovine kako bi se pokazatelj vratio na željenu razinu.<sup>119</sup>

Također, popularni način zaštite portfelja je i *zaštita korištenjem izvedenica*, kao što su terminski ugovori – ročnice, unaprednice i zamjene, te opcije. Njihovom primjenom moguće je unaprijed definirati buduće tokove zarada/ gubitaka portfelja koje neće ovisiti o promjenama

---

<sup>117</sup> Ibid., str. 60.

<sup>118</sup> Ibid., str. 61.

<sup>119</sup> Gardijan, M. (2016). Efikasnost strategija zaštite portfelja primjenom opcija. Doktorski rad. Ekonomski fakultet Zagreb. str. 61-62.



tržišnih cijena imovine na koje se odnose, što znači da se na takav način može formirati određeno osiguranje na vrijednost portfelja.<sup>120</sup>

---

<sup>120</sup> Ibid., str. 63.

## 7. STRUKTURA INVESTICIJSKOG PORTFELJA HRVATSKIH BANAKA

Pogledamo li bankarski sektor u Republici Hrvatskoj možemo zaključiti da je jako razvijen, s obzirom na činjenicu da je hrvatsko tržište jako malo. Za svaku banku kako u svijetu tako i u Hrvatskoj osnovni cilj je profitabilnost i ostvarivanje dobiti svojim dioničarima. U Hrvatskoj postoje tri vrste banaka: banke, štedne banke ili stambene štedionice - te su banke prema načinu poslovanja većinom univerzalne. Kao temeljni razlog tomu ističe se nemogućnost profiliranja u različite kategorije budući da Hrvatska kao mala zemlja jednostavno nema dovoljan broj klijenata koji bi mogao stvoriti kritičnu masu da bi došlo do segmentiranja bankarskoga tržišta i nastajanja specijaliziranih bankarskih institucija koje postoje u velikim razvijenim tržištima. Umjesto profiliranja, banke u Hrvatskoj krenule su u proširivanje svojih usluga poslovanja. Stoga su mnoge banke, s razvojem tržišta kapitala u Hrvatskoj, krenule u osnivanje brokerskih kuća i investicijskih poduzeća te tako proširile ponudu svojih usluga.<sup>121</sup>

Uvidom u strukturu imovine hrvatskih bankarskih institucija dobiva se bolji uvid u njihovo poslovanje. Sama struktura imovine daje pregled kretanja najznačajnijih stavki imovine banaka. Tablica 4. u nastavku prikazuje kretanja imovine hrvatskih banaka u razdoblju od 2020. do 2022. godine.

Tablica 4. Imovina hrvatskih banaka (na kraju razdoblja)

|  | 2020                 |                      |                           | 2021                 |                      |                           | 2022                 |                      |                           |
|--|----------------------|----------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|---------------------------|
|  | Ukupno               | Strane valute        | Kune s valutnom klauzulom | Ukupno               | Strane valute        | Kune s valutnom klauzulom | Ukupno               | Strane valute        | Kune s valutnom klauzulom |
| <b>IMOVINA</b>   |                      |                      |                           |                      |                      |                           |                      |                      |                           |
| Gotovina i depoziti kod središnje banke                          |                      |                      |                           |                      |                      |                           |                      |                      |                           |
| Gotovina   | 12.169.288           | 4.506.593            | 0                         | 12.729.852           | 4.705.667            | 0                         | 17.857.420           | 6.495.957            | 0                         |
| Depoziti kod središnje banke                                     | 89.138.593           | 5.720.989            | 0                         | 116.391.930          | 12.390.467           | 0                         | 151.691.718          | 17.628.826           | 0                         |
| Depoziti kod financijskih institucija                            | 17.465.081           | 16.160.855           | 670.357                   | 13.225.658           | 12.076.947           | 432.106                   | 10.323.572           | 9.546.127            | 0                         |
| Trezorski zapisi MF-a i blagajnički zapisi središnje banke       | 15.164.657           | 7.267.232            | 1.079.317                 | 13.071.905           | 7.961.114            | 1.134.767                 | 12.096.182           | 7.674.457            | 131.845                   |
| Vrijednosni papiri   | 48.187.671           | 16.635.310           | 5.776.555                 | 56.810.978           | 22.686.921           | 5.955.038                 | 60.101.035           | 26.121.521           | 8.627.103                 |
| Izvedeni financijski instrumenti                                 | 1.045.525            | 430.097              | 117                       | 1.350.126            | 383.675              | 35                        | 2.923.866            | 1.803.804            | 35                        |
| Kreditni financijskim institucijama                              | 3.876.050            | 2.163.216            | 140.850                   | 3.880.106            | 2.055.478            | 408.005                   | 3.957.478            | 2.016.667            | 489.078                   |
| Kreditni ostalim komitentima                                     | 260.872.733          | 25.621.063           | 116.149.179               | 269.635.824          | 25.992.198           | 117.992.907               | 298.603.393          | 36.310.132           | 143.676.579               |
| Ulaganja u podružnice i pridružena društva i zajedničke pothvate | 5.195.406            | 1.757.316            | 0                         | 5.021.935            | 1.757.316            | 0                         | 4.764.194            | 1.757.339            | 0                         |
| Preuzeta imovina   | 531.343              | 0                    | 0                         | 368.557              | 0                    | 0                         | 581.338              | 0                    | 0                         |
| Materijalna imovina (minus amortizacija)                         | 5.454.845            | 0                    | 0                         | 5.307.391            | 0                    | 0                         | 5.167.085            | 0                    | 0                         |
| Kamate, naknade i ostala imovina                                 | 6.317.054            | 538.555              | 606.485                   | 6.345.134            | 617.538              | 497.149                   | 6.968.939            | 745.649              | 683.443                   |
| <i>Manje: Ispravak vrijednosti za gubitke na skupnoj osnovi</i>  | 0                    | 0                    | 0                         | 0                    | 0                    | 0                         | 0                    | 0                    | 0                         |
| <b>UKUPNO IMOVINA</b>  | <b>465.418.246</b>   | <b>80.801.225</b>    | <b>124.422.860</b>        | <b>504.139.396</b>   | <b>90.627.321</b>    | <b>126.420.006</b>        | <b>575.036.220</b>   | <b>110.100.479</b>   | <b>153.608.083</b>        |
| <b>UKUPNO VRIJEDNOSNI PAPIRI</b>                                 | <b>63.352.328</b>    | <b>23.902.542</b>    | <b>6.855.872</b>          | <b>69.882.883</b>    | <b>30.648.035</b>    | <b>7.089.805</b>          | <b>72.197.217</b>    | <b>33.795.978</b>    | <b>8.758.948</b>          |
| <b>UDIO VRIJEDNOSNIH PAPIRA U IMOVINI</b>                        | <b>13,6</b>          | <b>29,6</b>          | <b>5,5</b>                | <b>13,9</b>          | <b>33,8</b>          | <b>5,6</b>                | <b>12,6</b>          | <b>30,7</b>          | <b>5,7</b>                |
| <b>UKUPNO OBVEZE I KAPITAL</b>                                   | <b>465.418.246,0</b> | <b>200.557.119,0</b> | <b>13.506.157,0</b>       | <b>504.139.396,0</b> | <b>212.076.084,0</b> | <b>10.610.055,0</b>       | <b>575.036.220,0</b> | <b>245.451.915,0</b> | <b>9.567.236,0</b>        |

Izvor: Temeljem podataka Hrvatske narodne banke. Agregirano nekonsolidirano revidirano statističko izvješće za 2020., 2021. i 2022. godinu (pristupljeno 15. 1. 2024.)

<sup>121</sup> Gregurek, M., Vidaković, N., Andrižanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2011). Bankarsko poslovanje. RRiF plus, str. 539.

Vidljivo je da se ukupna imovina u promatranom razdoblju povećava, a s povećanjem imovine povećava se i udio imovine u stranoj i domaćoj valuti. Također, zajedno s povećanjem imovine vidljivo je i povećanje ukupnog udjela vrijednosnih papira u ukupnoj imovini banaka. Pogledaju li se, s druge strane, obveze i kapital, može se zaključiti da se njihov ukupan iznos proporcionalno povećavao s povećanjem imovine banaka, čime je ovaj odnos doveden u ravnotežu.

U Tablici 5. vidljiva je struktura dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira banaka. Kroz promatrano razdoblje od 2020. do 2022. godine evidentan je značajan rast dužničkih vrijednosnih papira i pad udjela vlasničkih vrijednosnih papira u portfelju banaka. Od ukupnih vrijednosnih papira u portfelju banaka većinski je udio dužničkih vrijednosnih papira, gdje su trezorski zapisi MF jedna od najznačajnijih stavki. Uz trezorske zapise značajan je udio dužničkih vrijednosnih papira državnih jedinica i inozemnih dužničkih vrijednosnih papira. S druge strane, kod vlasničkih vrijednosnih papira najznačajniju stavku čine inozemni vrijednosni papiri koji u promatranom razdoblju bilježe pad koji se reflektirao i na ukupnu vrijednost vlasničkih vrijednosnih papira. Blagajnički zapisi HNB-a i Trezorski zapisi Ministarstva financija primamljiv su oblik ulaganja viškova kratkoročnih novčanih sredstava banaka koji čine visok udio u portfelju vrijednosnih papira. Razlog tome su svakako politika samih banaka ali i karakteristike ovih vrijednosnica koje su nerizične, umjereno ukamative i zato brzo unovčive. To omogućava bankama osiguravanje konstantne likvidnosti uz nizak stupanj izloženosti riziku. Tu su i obveznice i ostali vrijednosni papiri koji su namijenjeni pribavljanju dugoročnih novčanih sredstava. Ove vrijednosnice država je počela intenzivnije izdavati i prodavati na domaćem tržištu krajem 90-tih godina prošloga stoljeća. Emisijom vrijednosnih papira država se zadužuje na domaćem tržištu i tako sve više koristi praksu gospodarski razvijenih zemalja u svijetu, ali i potiče razvoj domaćega tržišta kapitala. Stoga možemo zaključiti da su glavni oblici ulaganja sredstava hrvatskih banaka u pogledu vrijednosnih papira zapravo kupovina dužničkih vrijednosnih papira, i to blagajničkih zapisa, rizničkih zapisa, obveznica i drugih vrijednosnica, koje su izdale Republika Hrvatska, HNB, domaće i inozemne banke i druge pravne osobe, dok su ulaganja u vlasničke vrijednosne papire – dionice domaćih i inozemnih banaka - znatno manja.<sup>122</sup>

---

<sup>122</sup> Jurman, A. (2005). Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, 23(2), str. 320-328.

Tablica 5. Dužnički i vlasnički vrijednosni papiri (na kraju razdoblja)

|   | Ukupno 2020       | Ukupno 2021       | Ukupno 2022       |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>VRIJEDNOSNI PAPIRI</b>   |                   |                   |                   |
| <b>Dužnički vrijednosni papiri</b>  |                   |                   |                   |
| <b>Trezorski zapisi MF-a</b>  | <b>15.164.657</b> | <b>13.071.905</b> | <b>12.096.182</b> |
| <b>Blagajnički zapisi središnje banke</b>                                 | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0</b>          |
| Dužnički vrijednosni papiri državnih jedinica                             |                   |                   |                   |
| Vrijednosni papiri središnje države                                       |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 34.754.768        | 40.404.888        | 43.449.186        |
| Vrijednosni papiri fondova socijalne sigurnosti                           |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 0                 | 0                 | 0                 |
| Vrijednosni papiri lokalne države   |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 6.990             | 10.900            | 6.541             |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 0                 | 50.540            | 48.048            |
| Dužnički vrijednosni papiri kreditnih institucija                         |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 56.758            | 234.930           | 400.869           |
| Udjeli u novčanim investicijskim fondovima                                | 0                 | 0                 | 0                 |
| Dužnički vrijednosni papiri novčanih fondova                              |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 0                 | 0                 | 0                 |
| Udjeli u otvorenim investicijskim fondovima osim novčanih fondova         | 504.557           | 458.815           | 292.975           |
| Dužnički vrijednosni papiri investicijskih fondova                        |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 0                 | 0                 | 0                 |
| Dužnički vrijednosni papiri drugih financijskih posrednika                |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 475               | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 0                 | 0                 | 0                 |
| Dužnički vrijednosni papiri pomoćnih financijskih institucija             |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 0                 | 0                 | 0                 |
| Dužnički vrijednosni papiri osiguravajućih društava i mirovinskih fondova |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 1.599             | 1.599             | 1.600             |
| Dužnički vrijednosni papiri javnih nefinancijskih društava                |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 48.326            | 42.460            | 36.999            |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 1.934.762         | 1.918.240         | 1.434.960         |
| Dužnički vrijednosni papiri drugih nefinancijskih društava                |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 174.875           | 108.277           | 53.203            |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 222.010           | 1.442.262         | 1.627.610         |
| Inozemni dužnički vrijednosni papiri                                      |                   |                   |                   |
| Inozemne financijske institucije  |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 914.958           | 1.409.653         |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 2.480.375         | 2.302.003         | 1.632.726         |
| Udjeli u otvorenim investicijskim fondovima                               | 35.193            | 30.202            | 19.918            |
| Inozemne države   |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 89.589            | 22.588            | 291.383           |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 6.748.514         | 7.947.237         | 8.747.344         |
| Inozemna nefinancijska društva  |                   |                   |                   |
| Instrumenti tržišta novca   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti                          | 281.338           | 240.554           | 182.532           |
| <b>Ukupno dužnički vrijednosni papiri</b>                                 | <b>62.504.786</b> | <b>69.202.358</b> | <b>71.731.729</b> |
| <b>Vlasnički vrijednosni papiri</b>                                       |                   |                   |                   |
| Kreditne institucije  | 1.750             | 4.033             | 1.610             |
| Novčani fondovi   | 0                 | 0                 | 0                 |
| Investicijski fondovi osim novčanih fondova                               | 0                 | 0                 | 0                 |
| Drugi financijski posrednici  | 4.950             | 4.950             | 4.950             |
| Pomoćne financijske institucije   | 23.976            | 25.134            | 18.800            |
| Osiguravajuća društva i mirovinski fondovi                                | 173.456           | 173.328           | 14.808            |
| Javna nefinancijska društva   | 106               | 171               | 198               |
| Druga nefinancijska društva   | 127.215           | 115.824           | 82.388            |
| Inozemni vlasnički vrijednosni papiri                                     |                   |                   |                   |
| Inozemne financijske institucije  | 431.437           | 285.154           | 326.466           |
| Inozemna nefinancijska društva  | 84.652            | 71.929            | 16.268            |
| <b>Ukupno vlasnički vrijednosni papiri</b>                                | <b>847.542</b>    | <b>680.526</b>    | <b>465.488</b>    |
| <b>UKUPNO VRIJEDNOSNI PAPIRI</b>  | <b>63.352.328</b> | <b>69.882.883</b> | <b>72.197.217</b> |

Izvor: Temeljem podataka Hrvatske narodne banke. Agregirano nekonsolidirano revidirano statističko izvješće za 2020., 2021. i 2022. godinu (pristupljeno 15. 1. 2024.)

## 8. ZAKLJUČAK

Nedvojbeno je da je upravljanje investicijskim portfeljem u segmentu poslovanja banke izrazito kompleksno. Važno je pritom razumjeti različitosti financijskih instrumenata i njihove primjene u strategijama ulaganja, što se u konačnici reflektira i na samo poslovanje banke. Nekoliko je važnih čimbenika koji izravno utječu na samu odluku o investicijama. To uključuje ekonomske, političke i tržišne uvjete, koji zajedno formiraju dinamično okruženje u kojemu banke moraju poslovati. U radu je naglašena ključna uloga strategija kreiranja portfelja, koje moraju biti fleksibilne i prilagodljive promjenama na tržištu. Jedno od istraživačkih pitanja kojima smo se bavili u radu odnosilo se na strategije kreiranja portfelja. Zanimalo nas je koje se strategije najčešće primjenjuju pri odluci o kreiranju portfelja? Strategije kreiranja portfelja možemo podijeliti na aktivne (*top-down*, *bottom-up*, strategija kontriranja), pasivne (*kupi i drži* te indeksiranje) i hibridne strategija (*core satellite* strategija). Drugo istraživačko pitanje odnosilo se na same čimbenike o kojima moramo voditi računa prilikom odabira investicijskih instrumenata. Prije same odluke o odabiru strategije investiranja banke i vrijednosnicama koje će sadržavati portfelj banke, nekoliko je čimbenika o kojima treba voditi računa, a to su: likvidnost i profitabilnost, sigurnost izdavatelja, izloženosti oporezivanju i rizicima.

Zadovoljavajuća razina likvidnosti može se postići odabirom odgovarajućih vrijednosnica u portfelju banke koji osigurava određeni stupanj zaštite u pogledu zahtjeva za gotovinom. To uglavnom uključuje kratkoročne državne vrijednosne papire i privatna izdanja vrijednosnih papira tržišta novca, uključujući oročene depozite koji nose kamatu, a drže se kod drugih banaka, kao i komercijalne zapise. S druge strane, za profitabilnost portfelja više se ulaže u obveznice, mjenice i druge vrijednosne papire koji se drže prvenstveno zbog njihove očekivane stope povrata ili prinosa

Ako je portfelj dobro posložen, sam izbor portfelja vrijednosnih papira može biti sredstvo diverzifikacije rizika. Posebno je naglašena važnost diverzifikacije portfelja i uravnoteženja između rizika i prinosa, kao ključnog segmenta za osiguranje financijske stabilnosti i održavanje konkurentnosti banaka. Pritom treba voditi računa o sigurnosti izdavatelja i izloženosti oporezivanju, gdje visoku popularnost zbog svojih karakteristika među bankama imaju državne vrijednosnice i vrijednosnice državnih agencija.

Kroz treće istraživačko pitanje zanimalo nas je koje investicijske instrumente banke najčešće

koriste u kreiranju portfelja? U radu su navedene različite vrste vrijednosnih papira, uključujući dionice, obveznice i druge instrumente, te je razmotren njihov potencijalni doprinos i rizici za bankarski portfelj. Temeljem toga možemo istaknuti potrebu za stalnim praćenjem i analizom tržišnih trendova, što omogućuje bankama da pravovremeno reagiraju i prilagode svoje strategije promjenama na tržištu i potencijalnim rizicima. Osim toga, globalni ekonomski trendovi i lokalne specifičnosti tržišta uvelike se odražavaju na odluke o ulaganju u bankarskom sektoru. To je evidentno i u Republici Hrvatskoj, gdje je na temelju analize ulaganja hrvatskih banaka u vrijednosne papire u razdoblju od 2020. do 2022. godine vidljiv značajan rast dužničkih vrijednosnih papira i pad udjela vlasničkih vrijednosnih papira u portfelju banaka. Od ukupnih vrijednosnih papira u portfelju banaka većinski je udio dužničkih vrijednosnih papira, gdje su trezorski zapisi Ministarstva financija (MF) i Blagajnički zapisi jedna od najznačajnijih stavki. Može se zaključiti da je razlog tome svakako politika samih banaka, ali i karakteristike ovih vrijednosnica koje su nerizične, umjereno ukamative, ali zato brzo unovčive.

U izboru investicijskog portfelja važno je strateško razmišljanje i planiranje, ne samo u kontekstu izbora pojedinačnih investicija već i u smislu razumijevanja širih ekonomskih kretanja i njihovog utjecaja na bankarski sektor. Poseban naglasak pritom treba biti stavljen na potrebu za inovativnim pristupima u upravljanju portfeljem, koji mogu pomoći bankama da se istaknu u konkurenciji. Istovremeno je za uspješno upravljanje investicijskim portfeljem u bankarskom sektoru potrebna kombinacija detaljnog poznavanja financijskih instrumenata, sposobnosti prilagodbe strategija te kontinuirano praćenje i analiza tržišnih kretanja. Sve ove komponente zajedno omogućuju bankama da ostvare stabilnost, rast, likvidnost i profitabilnost, te da se efikasno nose s izazovima i prilikama koje pruža dinamično financijsko tržište. Kroz posljednje istraživačko pitanje u radu cilj je bio objasniti koja je uloga investicijskog portfelja u poslovanju banke? Prikazani podatci i analize u ovom radu nedvojbeno navode na zaključak da investicijski portfelj ima značajnu ulogu u poslovanju banke te je važna stavka bilance, a same odluke o sastavu portfelja i primijenjenoj strategiji uvelike utječu na likvidnost banke i njezinu profitabilnost u konačnici.

## 9. Popis literature

### KNJIGE:

1. Andrijanić, I., Gregurek, M. i Merkaš, Z. (2016.) Upravljanje poslovnim rizicima. Zagreb: Libertas - Plejada
2. Klačmer-Čalopa, M., Cingula, M. (2012.) Financijske institucije i tržište kapitala. Varaždin: FOI
3. Rose, P.S., Hudgins, S. C. (2015). Upravljanje bankama i financijske usluge. 8. izdanje. Zagreb: MATE d.o.o.
4. Zoretić, G., Cingula, M. (2004). Gospodarstvo 1. Zagreb: Školska knjiga

### STRUČNI I ZNANSTVENI ČLANCI:

1. Barjaktarović, M. (2012). Upravljanje investicionim portfoliom banke. EMC REVIEW-ECONOMY AND MARKET COMMUNICATION REVIEW, 3(1).
2. Bexley, J. B. (2014). Banking trends in the investment portfolio. Journal of Finance and Accountancy, 17, 1.
3. Dabić, S., & Penavin, S. (2009). Utjecaj obujma trgovanja na kretanje tržišnog indeksa Crobex. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 22(1), 51-61.
4. Florjanović, S. (2020). Uloga financijskog tržišta i mogućnosti financiranja poslovanja (Doctoral dissertation, University North. University centre Varaždin. Department of Technical and Economic Logistics).
5. Gardijan, M. (2016). Efikasnost strategija zaštite portfelja primjenom opcija. Doktorski rad. Ekonomski fakultet Zagreb.
6. Gregurek, M., Vidaković, N., Andrijanić, D. I., Vukičević, M., & Zbašnik, D. (2011). Bankarsko poslovanje. RRiF plus.
7. Jurman, A. (2005). Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, 23(2), 313-338.
8. Kujavić, B. (1988). Definijsko modeliranje društveno-ekonomske uloge banaka. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 1(1), 77-86.
9. Leković, M. (2022). Izbor između aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom. Ekonomski izazovi.
10. Marling, H., & Emanuelsson, S. (2012). The Markowitz portfolio

theory. November, 25, 2012.

11. Pavišić, I. (2020). Analiza bankovnih poslova na primjerima banaka u Republici Hrvatskoj (Doctoral dissertation, University of Zagreb. Faculty of Economics and Business. Department of Finance). str. 27.
12. Rengel, J. (2023). Strategije upravljanja portfeljem obveznica (Doctoral dissertation, University of Pula. Faculty of economics and tourism "Dr. Mijo Mirković").
13. Rožanković, J. (2018). Struktura portfelja vrijednosnih papira hrvatskih kreditnih institucija. Završni rad. Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“.
14. Škunca, F. (2023). Višekriterijska optimizacija investicijskog portfelja uključivanjem alternativnih oblika ulaganja (Doctoral dissertation, University of Zagreb. Faculty of Economics and Business).
15. Švaljek, S. (2005). Oporezivanje dohodaka od kapitala: Europska unija i zemlje u tranziciji. Privredna kretanja i ekonomska politika, 15 (104). 28-51.
16. Vučeta, M. (2019). ZNAČAJ BANKARSKOG KREDITIRANJA ZA GOSPODARSTVO REPUBLIKE HRVATSKE (Doctoral dissertation, Karlovac University of Applied Sciences. Business Department). str. 15.

#### **INTERNETSKI IZVORI:**

1. Bantnon, C. (2023). Money Weighted Rate of Return: Definition, Formula, and Example. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 4. 1. 2024.)
2. Chen, J. (2022). What Is a Contrarian? Strategy in Trading, Risks, and Rewards. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 11. 1. 2024.)
3. Chen, J. (2023). What Is an Index? Examples, How It's Used, and How to Invest. (mrežna stranica) Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/index.asp> (pristupljeno 13. 1. 2024.)
4. Cirimotić, B. (2022). Što su financije? (mrežna stranica) Ekonomska baza. Dostupno na: <https://ekonomskabaza.hr> (pristupljeno 4. 11. 2023.)
5. Coebank.org. Investment portfolio. Council of Europe Development Bank (mrežna stranica) Dostupno na: <https://coebank.org/en/investor-relations/investment-portfolio/> (pristupljeno 11. 10. 2022.)



6. Corporate Finance Institute. Security. (mrežna stranica) Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com> (pristupljeno 11. 10. 2023.)
7. De Fréminville, M. The profitability of the portfolio. (mrežna stranica) October. Dostupno na: <http://help.october.eu> (pristupljeno 4. 1. 2024.)
8. Economy-pedia.com. Financijska tržišta. (mrežna stranica) Dostupno na: <https://hr.economy-pedia.com> (pristupljeno 11. 10. 2022.)
9. Fernando, J. (2023). Return on Investment (ROI): How to Calculate It and What It Means. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 4. 1. 2024.)
10. Ganti, A. (2023). Internal Rate of Return (IRR) Rule: Definition and Example. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 4. 1. 2024.)
11. Hayes, A. (2023). Portfolio Management: Definition, Types, and Strategies. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 10. 1. 2024.)
12. Hrvatska agencija za nadzor financijskih institucija (mrežna stranica). Transparentnost. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr> (pristupljeno 10. 1. 2024.)
13. Leksikografski zavod „Miroslav Krleža“, 2013. – 2024. Likvidnost. (mrežna stranica) *Hrvatska enciklopedija*. Dostupno na: <https://www.enciklopedija.hr> (pristupljeno 16. 1. 2024.)
14. Lioudis, N. (2023). How to Calculate Your Portfolio's Investment Returns. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 4. 1. 2024.)
15. Moj bankar. Dostupno na: <https://www.moj-bankar.hr> (pristupljeno 30. 10. 2023.)
16. Murphy, B. C. (2022). How to Use the Time-Weighted Rate of Return (TWR) Formula. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 4. 1. 2024.)
17. Smith, L. (2022). A Guide to Core-Satellite Investing. (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/> (pristupljeno 6. 2. 2024.)
18. Šlibar, E. (2009). Metode izračuna burzovnih indeksa.(mrežna stranica). Dostupno na: <http://finance.hr/> (Pokušaj pristupa 23. lipnja 2016.).
19. The Investopedia Team (2022). Top-Down vs. Bottom-Up: What's the Difference? (mrežna stranica) Investopedia. Dostupno na <https://www.investopedia.com> (pristupljeno 11. 10. 2022.)

20. Zagrebačka burza. Dostupno na: <https://zse.hr/> (pristupljeno 29. 1. 2024.)
21. Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnih papira. Narodne novine, 107/195. Dostupno na: <https://narodne-novine.nn.hr> (pristupljeno 6. 1. 2024.)
22. ZB Invest (2023). Porez na kapitalnu dobit. Brošura.

#### **OSTALO:**

1. Zakon o kreditnim institucijama, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/zakon-o-kreditnim-institucijama> (pristupljeno 29. 1. 2024.)
2. Zakon o tržištu kapitala. Narodne novine, 65/201. Dostupno na: <https://www.zakon.hr/>(pristupljeno 29. 1. 2024.)

### **10. Popis slika**

1. Slika 1. Organizacijski oblik male banke u Hrvatskoj
2. Slika 2: Organizacijski oblik velike banke u Hrvatskoj
3. Slika 3. Bilanca banke
4. Slika 4. Prikaz financijskog tržišta
5. Slika 5. Podjela financijskih institucija
6. Slika 7. Matrica snage tržišnih signala
7. Slika 8. Matrica snage tržišnih signala

### **11. Popis tablica**

1. Tablica 1. Instrumenti tržišta novca
2. Tablica 2. Instrumenti tržišta kapitala
3. Tablica 3. Primjer primjerne *Core satellite* strategije
4. Tablica 4. Imovina hrvatskih banaka (na kraju razdoblja)
5. Tablica 5. Dužnički i vlasnički vrijednosni papiri (na kraju razdoblja)

## 12. Životopis



europass

### Dorotea Dadić

Datum rođenja: 20/03/1993 | Državljanstvo: hrvatsko | Spol: Žensko | E-adresa: [doroteadadic@gmail.com](mailto:doroteadadic@gmail.com)

#### ● JEZIČNE VJEŠTINE

Materinski jezik/jezici: **HRVATSKI**

Drugi jezici:

|                 | RAZUMIJEVANJE |         | GOVOR              |                     | PISANJE |
|-----------------|---------------|---------|--------------------|---------------------|---------|
|                 | Slušanje      | Čitanje | Govorna produkcija | Govorna interakcija |         |
| <b>ENGLESKI</b> | C1            | C1      | C1                 | C1                  | C1      |
| <b>NJEMAČKI</b> | B1            | B1      | B1                 | B1                  | B1      |

Razine: A1 i A2: temeljni korisnik; B1 i B2: samostalni korisnik; C1 i C2: iskusni korisnik

#### ● OBRAZOVANJE I OSPOSOBLJAVANJE

09/2013 – 07/2017 Zagreb, Hrvatska

**PRVOSTUPNICA INŽENJERKA AGRARNE EKONOMIKE (UNIV. BACC. ING. AGR.)** Agronomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu

09/2017 – 09/2019 Zagreb, Hrvatska

**MAGISTRA INŽENJERKA AGROBIZNISA I RURALNOG RAZVITKA (MAG. ING. AGR.)** Agronomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu

2019 – TRENUTAČNO Zagreb, Hrvatska

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STUDIJ MENADŽMENT BANKARSTVA, OSIGURANJA I FINACIJA** Libertas Međunarodno Sveučilište

#### ● RADNO ISKUSTVO

10/2022 – TRENUTAČNO Zürich, Švicarska

**SPECIJALIST ZA SKRBNIČKE POSLOVE BANKE** UBS BANKA

04/2021 – 11/2021 Zagreb, Hrvatska

**SPECIJALIST MIDDLE OFFICE RIZNICE** ADDIKO BANKA D.D.

11/2019 – 04/2021 Zagreb, Hrvatska

**VODITELJICA KLJUČNIH KLIJENATA** UNIQA OSIGURANJE

01/2019 – 11/2019 Zagreb, Hrvatska

**ASISTENTICA U ODJELU JAVNE NABAVE I KORISNIČKE PODRŠKE** JOHNSON&JOHNSON D.O.O.

12/2018 – 04/2019 Zagreb, Hrvatska

**STUDENT NA PROJEKTU U ODJELU ZA ISTRAŽIVANJE I RAZVOJ** ZUBAK GRUPA D.O.O.

11/2017 – 02/2020 Zagreb, Hrvatska

**OPERATIVNA I FINACIJSKA VODITELJICA PROJEKTA** SMARTNINJA.HR

11/2017 – 02/2020 Zagreb, Hrvatska

**VODITELJICA UREDA** NETOKRACIJA D.O.O.

01/2015 – 10/2017 Zagreb, Hrvatska

**ASISTENTICA UPRAVE** NJUŠKALO D.O.O.