

Stručni rad

Investicijske opcije i financijski rizici

Ivan Domšić¹

Sažetak: Zainteresirani investitor na financijskom tržištu ima brojne mogućnosti za ulaganje. Kako bi mogao donijeti informiranu odluku potrebno je da bude upoznat s raspoloživim mogućnostima u vidu financijskih instrumenata koji mu stoje na raspolaganju. U tom se kontekstu u pravilu javljaju dužnički i vlasnički financijski instrumenti, no i financijske izvedenice. Također, pošto su investicijski fondovi, kao jedni od važnijih institucionalnih investitora, važni posrednici na financijskom tržištu te mogu biti od interesa za potencijalne investitore, uputno je poznavati njihove karakteristike i tipove kao što su dionički, obveznički, novčani ili mješoviti fondovi. Jedan od načina kako ulagatelji mogu pokazati financijsku odgovornost jest poznavanje relevantne regulative koju u Republici Hrvatskoj često obilježavaju direktive Europske unije. Tako su kroz jednu od direktiva EU na hrvatsko tržište uvedeni pojmovi upakirani investicijski proizvodi za male ulagatelje, investicijski osigurateljni proizvodi i dokument s ključnim informacijama koji bi trebali biti značajni termini za investitore u Republici Hrvatskoj. S druge strane, za odgovornu investiciju važno je biti informiran o mogućnostima negativnog ishoda ulaganja koji mogu uslijediti, ali i o tome iz kojih razloga do takvih ishoda može doći. Stoga je razumijevanje financijskih rizika prvi korak u smjeru odgovornog raspolaganja financijskim sredstvima. S obzirom da od financijskih rizika na investitore standardno utječu valutni, kamatni, kreditni, koncentracijski i rizik likvidnosti, značajna činjenica je njihovo anticipiranje i shvaćanje mogućnosti kojima se na ove rizike može utjecati. Uz to, poznavanje različitih tipova financijskih tržišta na kojima ulagatelji mogu sudjelovati, tj. deviznog tržišta te tržišta novca i kapitala, stvara dublji uvid u spektar raspoloživih mogućnosti i daje investitoru na izbor opcije za koje će on sam odlučiti koliko mu odgovaraju.

Ključne riječi: financijski instrumenti, investitori, financijski rizici, tržište novca, tržište kapitala

1. VRSTE FINANCIJSKIH INSTRUMENATA

Kako bi potencijalni investitor kvalitetno sagledao koje opcije za ulaganje kapitala mu stoje na raspolaganju, potrebno je da bude upoznat s raspoloživim mogućnostima. Stoga je razumijevanje spektra financijskih instrumenata dobar preduvjet za daljnje investicijske akcije.

Jedna od najvažnijih podjela financijskih instrumenata jest ona koja razlikuje dužničke i vlasničke financijske instrumente. Suština njihove razlike je u tome što su prvi u suštini kreditiranje izdavatelja financijskog instrumenta, dok potonji predstavljaju kupovinu udjela u vlasništvu neke kompanije tj. društva. I jedna i druga vrsta sa sobom nosi određena prava za investitora pa tako dužnički financijski instrumenti u pravilu osiguravaju pripadajuću kamatu, a vlasnički mogu investitoru osigurati odgovarajući udio u profitu društva.

¹ Ivan Domšić, RBA d.d., e-mail: ivan.domsic@hotmail.com

1.1 Dužnički financijski instrumenti

1.1.1 Obveznice

Obveznice su standardni dugoročni vrijednosni papir tržišta kapitala.² Izdavatelj obveznice se obvezuje da će na određeni dan (datum dospijeca obveznice) isplatiti investitoru određeni iznos, takozvanu nominalnu vrijednost obveznice. Pri tome je važno istaknuti njihov dugoročni karakter, što znači da se obveznice izdaju s rokom dospijeca duljim od godinu dana, a često i duljim od deset godina. Motivacija za investitora je kamata koju mu isplaćuje izdavatelj obveznice, a kada se izdaju obveznice koje ne nose kamate tada se one prodaju uz diskont. Razlika između cijene koju investitor plaća uz diskont i nominalne vrijednosti koja se isplaćuje po dospijecu predstavlja zaradu za investitora.

Obveznice se izdaju na primarnom tržištu u okviru njihove inicijalne emisije, no zbog razvijenog sekundarnog tržišta obveznice se može i preprodavati. Imatelj dionice na taj način može ostvariti i kapitalni dobitak ako obveznicu preproda po povoljnijim uvjetima, što uz kamatu može biti još jedan motiv za investitore. Izdavanje obveznica (primarna emisija) je za današnje države jedna od glavnih metoda zaduživanja, no obveznice izdaju i neke velike kompanije koje procijene da im je takav oblik zaduživanja prihvatljiviji od dugoročnih zajmova.

1.1.2 Komercijalni i trezorski zapisi

S obzirom da su obveznice predmet zaduživanja na rok dulji od godinu dana, one ne pokrivaju potrebe sudionika tržišta za zaduživanjem na kraći rok. Tu prazninu popunjavaju komercijalni i trezorski zapisi. Razlika u nazivu ovisi o njihovom izdavatelju pa su tako komercijalni zapisi kratkoročni dužnički instrumenti koje emitiraju poslovni subjekti, dok trezorske zapise izdaju ministarstva financija. Ove financijske instrumente karakterizira njihova utrživost, tj. mogućnost preprodaje drugim zainteresiranim stranama pa ih to čini likvidnijima i privlačnijima potencijalnim investitorima.

Obilježje komercijalnih zapisa je da se oni izdaju uz diskont pa tako po dospijecu izdavatelj isplaćuje nominalni iznos imatelju komercijalnog zapisa. S obzirom da se poslovni subjekti putem izdavanja komercijalnih zapisa zadužuju kako bi osigurali potrebna financijska sredstva na kratki rok, može se postaviti pitanje koja je njihova motivacija za ovakav tip financiranja ispred kratkoročnih zajmova banaka. Odgovor proizlazi iz činjenice da je emisija komercijalnih zapisa često jeftiniji oblik financiranja od kredita, putem nje se mogu osigurati kratkoročni izvori sredstava bez utjecaja na izloženost prema bankama, izdavatelj si stvara pozitivnu reputaciju na tržištu te olakšava eventualna buduća izdanja obveznica, a s obzirom da su komercijalni zapisi najčešće neosigurani financijski instrumenti, oni omogućuju oslobađanje imovine od hipoteke.³ Ovdje svakako treba napomenuti da komercijalne zapise mogu izdavati gotovo isključivo veliki poslovni subjekti, kvalitetnog kreditnog rejtinga, s dobrom reputacijom na tržištu jer bi u protivnom izostao interes investitora za kupovinom ovih financijskih instrumenata pošto bi ih mogli ocijeniti suviše rizičnima.

Trezorske zapise izdaju ministarstva financija kako bi osigurala kratkoročna financijska sredstva potrebna za izvršenje državnog proračuna. U suštini se ne razlikuju od komercijalnih zapisa, osim po izdavatelju, što ih odmah svrstava u manje rizične financijske instrumente uzimajući u obzir visoku sigurnost države kao dužnika. U Hrvatskoj se kunski trezorski zapisi izdaju u apoenima od 1.000.000 HRK, primjenjujući sustav aukcije gdje se ponude rangiraju u skladu s visinom ponuđene diskontirane cijene, a na sve prihvaćene ponude primjenjuje se jedinstvena prodajna cijena koja je najniža prihvaćena diskontirana cijena koju Ministarstvo financija odredi u procesu prihvaćanja ponude.⁴ Tako je na slici 1 vidljivo kako je na aukciji održanoj 12. veljače 2019. ostvarena jedinstvena prodajna cijena od 99,910 uz kamatnu stopu od 0,09%.

² Orsag, S., *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo, 2011., str. 472

³ Privredna Banka Zagreb, *Komercijalni zapisi*, Privredna Banka Zagreb d.d., Zagreb, 2012., str. 3, [online]. Dostupno na: https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/tvrtke/komercijalni_zapisi_2012.pdf

⁴ Ministarstvo financija RH, *Pravila i uvjeti aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija*, Ministarstvo financija RH, Zagreb, 2016., str.2, [online]. Dostupno na: <http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Pravila%20i%20uvjeti%20aukcije%20trezorskih%20zapisa12.pdf>

Slika 1: Rezultati aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija RH

Datum aukcije: 12. veljače 2019.

Planirani iznos izdanja : 1.000.000.000,00 kuna

Ostvareni iznos emisije: 1.017.000.000,00 kuna

Datum update: 14. veljače 2019.

Rezultati aukcije po vrsti emisije:

Vrsta emisije	364 dana
Ostvareni iznos emisije	1.017.000.000,00
Ukupan iznos pristiglih ponuda	1.017.000.000,00
Oznaka trezorskog zapisa ISIN	RHMF-T-007B HRRHMFT007B6
Najviša ponuđena cijena uz kamatnu stopu	99,955 0,05%
Najniža ponuđena cijena uz kamatnu stopu	99,910 0,09%
Vagana prosječna ponuđena cijena uz kamatnu stopu	99,923 0,08%
Ostvarena jedinstvena prodajna cijena uz kamatnu stopu	99,910 0,09%
Udio nebankovnog sustava u ukupnom iznosu emisije	59,30%
Dospijeće	13. veljače 2020.

Izvor: Ministarstvo financija RH.

Dostupno na: <http://www.mfin.hr/adminmax/docs/REZUL%2012.2.2019...pdf> [9.2.2019.]

Za spomenuti je i termin blagajničkih zapisa koji predstavljaju kratkoročne dužničke financijske instrumente čiji je izdavatelj središnja banka, no s obzirom da je njihova primarna funkcija reguliranje količine novca u optjecaju, oni nisu primarni predmet interesa investitora.

1.2 Vlasnički financijski instrumenti

1.2.1 Dionice

Najistaknutiji vlasnički financijski instrumenti su svakako dionice. Mogu se izdavati kod osnivanja dioničkog društva ili kod povećanja njegovog temeljnog kapitala, a predstavljaju udio u vlasništvu te kao takve sa sobom nose određena prava za svog imatelja. Prvenstveno, one mu omogućuju pravo glasa na glavnoj skupštini dioničkog društva čije dionice posjeduje, a to se pravo glasa realizira razmjerno s udjelom u ukupnom broju dionica. Uz pravo glasa, imatelju dionice pripada i pravo na udio u imovini nakon likvidacije društva, no ova prava ne predstavljaju suštinu investicijskog interesa ulagatelja u dionice. Ono što je jedan od izravnijih interesa za investitore u dionice jest pravo na dividendu pri čemu dividenda predstavlja udio u dobiti dioničkog društva. Stoga, s investicijskog pogleda je logično da pojedini ulagatelji kupuju dionice nadajući se da će im one osigurati visoku i redovnu dividendu. No, za razliku od dužničkih financijskih instrumenata koji nose zajamčenu kamatu, a koja predstavlja prinos za investitora, dionice ne jamče prinos od dividende svojim vlasnicima. Dividende se isplaćuju ako dioničko društvo ostvari dobit, što nije uvijek slučaj,

a i tada se isplaćuju tek ako skupština društva donese takvu odluku. U protivnome, dioničko društvo može odlučiti zadržati dobit i koristiti ju za daljnje ulaganje u razvoj poslovanja. No ono što je srž investicijskog ulaganja u dionice jest očekivanje o rastu tržišne cijene dionice, tj. očekivanje o ostvarivanju kapitalnog dobitka na dionici u smislu da se taj financijski instrument kupi po nižoj, a proda po višoj cijeni. Mnogo toga može utjecati na promjenu tržišne cijene dionice pa je samim tim očekivanje o promjeni cijene u određenom pravcu relativno rizično. Ovdje se navodi jedna bitna karakteristika dionica, a to je rizičnost dionica. U pravilu su sve dionice relativno rizične, prvenstveno rizičnije u odnosu na dužničke financijske instrumente, no i među dionicama postoje razlike u riziku kojeg preuzima investitor. Tako je primjerice, ulaganje u dionicu velike kompanije, visokog kreditnog rejtinga, koja je etablirana na tržištu, u pravilu manje rizično od ulaganja u novoosnovano dioničko društvo koje tek treba stvoriti tržišni značaj. No, ovdje valja istaknuti međuovisnost rizika i očekivanog prinosa, koja podrazumijeva da će relativno niskorizično ulaganje u dionice velikih kompanije rijetko rezultirati velikom promjenom vrijednosti dionice i posljedičnim značajnim kapitalnim dobitkom za investitora. Isto tako, izglednije je da će visok porast cijene dionice ostvariti nova, relativno nepoznata dionička društva na tržištu koja, iako još nisu stvorila reputaciju, mogu producirati inovativna rješenja što će im omogućiti prepoznavanje na tržištu. Naravno, kod takvih poslovnih subjekata je veća i mogućnost da ne uspiju stvoriti tržišnu vrijednost te da njihovo poslovanje propadne, no to je izbor koji svaki investitor donosi sam za sebe, motiviran prvenstveno svojom željom za profitom i spremnošću za preuzimanje rizika. Tako će investitor u dionice nesklon riziku birati velika, renomirana dionička društva od kojih će prvenstveno očekivati prinos kroz dividendu, dok će investitor koji je spreman na veći rizik lakše pristati na ulaganje u relativno nepoznate izdavatelje dionica u kojima vidi potencijal.

Kako bi se uklonile eventualne nejasnoće, valja istaknuti da se ovdje upotrebljavani termin dionice koristio za označavanje redovnih dionica, pri čemu društvo može izdati i povlaštene dionice koje nose neka posebna prava za imatelja, npr. pravo na dividendu u unaprijed utvrđenom iznosu. S investicijskog stajališta redovne dionice su relevantnije od povlaštenih dionica.

1.2.2 Poslovni udjeli

Hrvatski Zakon o trgovačkim društvima ističe da su tipovi društava kapitala dioničko društvo i društvo s ograničenom odgovornošću⁵, a kao što dionice predstavljaju dijelove u vlasništvu dioničkih društava, tako poslovni udjeli predstavljaju udjele u vlasništvu društava s ograničenom odgovornošću. Poslovni udjeli svojim vlasnicima također omogućavaju određena prava od kojih je za investitore najznačajnije pravo na sudjelovanje u dobiti društva s ograničenom odgovornošću. Ekvivalentno dionicama i dioničkim društvima poslovni udjeli daju pravo na sudjelovanje u imovini društva nakon likvidacije te pravo sudjelovanja u odlučivanju razmjerno udjelu u ukupnom kapitalu društva. Poslovni udio se može steći inicijalnom uplatom uloga kod osnivanja društva, no može se i steći naknadno kroz posao kupoprodaje. Svakako je za istaknuti da su poslovni udjeli relativno nelikvidni financijski instrumenti te je njihovo naknadno trgovanje nerazvijeno na način da u Republici Hrvatskoj ne postoji organizirano tržište gdje bi se takvi poslovi sklapali.

1.3 Financijske izvedenice

1.3.1 Opcije (options)

Opcije su ugovori kojima se njihovim vlasnicima daje pravo kupnje ili prodaje vezane imovine po cijeni danoj u opciji za određeno vrijeme, odnosno na određeni dan. Razlikuju se takozvane call i put opcije pri čemu call opcija daje investitoru mogućnost prodaje vezane imovine po uvjetima navedenima u opciji, a put opcija mu daje mogućnost prodaje predmetne imovine po dogovorenim uvjetima. Vezanost opcije za neku drugu imovinu je ono što je temeljno obilježje ovog financijskog instrumenta jer opcije ne mogu postojati bez spomenutog uvjeta. Druga bitna karakteristika je činjenica da opcije ne sadrže obveznost obveznost kupoprodaje za investitora, već on sam odlučuje o navedenom ovisno o trenutnim tržišnim uvjetima. Na taj

⁵ Narodne novine, *Zakon o trgovačkim društvima*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2011., članak 2, stavak 3, [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2011_12_152_3144.html

način, aktiviranje opcije za investitora će u pravilu završiti s profitom. S druge strane, opcije su obvezne za izdavatelja i isti mora provesti kupoprodaju ako ga na to pozove imatelj opcije.

Za bolje razumijevanje, uputno je ovaj financijski instrument pojasniti na hipotetskom primjeru. Tako se može pretpostaviti da poslovni subjekt koje se bavi eksploatacijom sirove nafte izda opciju u kojoj se navodi da će imatelj opcije moći kupiti određenu količinu sirove nafte od poslovnog subjekta po cijeni X na neki datum u budućnosti. Ovdje izdavatelj i investitor u financijski instrument zauzimaju dvije različite pozicije gdje izdavatelj očekuje da cijena sirove nafte neće porasti iznad cijene definirane u opciji, pri čemu investitor očekuje suprotno, tj. da će cijena na tržištu porasti iznad definirane cijene te da će on moći kupiti naftu po uvjetima koji su povoljniji od tržišnih.

1.3.2 Budućnosnice (futures) i unaprijednice (forwards)

Budućnosnice i unaprijednice su tipovi terminskih ugovora pri čemu se terminski ugovori odnose na kupoprodaju imovine koja će se dogoditi u budućnosti po uvjetima i cijeni dogovorenoj pri sklapanju ugovora. Razlika između budućnosnica i unaprijednica se odnosi na standardiziranost takvih ugovora pri čemu su unaprijednice nestandardizirane, dok je standardiziranim budućnosnicama moguće trgovati na sekundarnom tržištu. Bitna karakteristika ovih financijskih instrumenata je da su oni obvezni za obje strane ugovora za razliku od spomenutih opcija koje ne obvezuju imatelja. Ovdje se obje strane obvezuju u budućnosti doista izvršiti kupoprodaju i nastoje profitirati iz činjenice da uvjete dogovaraju trenutno u odnosu na situaciju kada bi uvjete dogovarali u budućnosti. Strana koja se u ovakvom ugovoru obvezala u budućnosti kupiti predmetnu imovinu zauzima takozvanu dugu poziciju, dok strana koja se obvezuje tu imovinu prodati u budućnosti drži kratku poziciju.

Kroz primjer se pobliže mogu objasniti ovi financijski instrumenti pa se tako može zamisliti poslovni subjekt A koji je proizvodna kompanija i poslovni subjekt B koji je distributer električne energije. Ova dva subjekta su sklopila terminski ugovor kojim se definira da će za 6 mjeseci poslovni subjekt A kupiti određenu kWh električne energije po cijeni od 0,8 HRK/kWh. Ako će nakon 6 mjeseci cijena jednog kWh električne energije na slobodnom tržištu iznositi 1 HRK/kWh to će značiti da će poslovni subjekt A kupiti električnu energiju po 20% nižoj cijeni od trenutne tržišne. No da je cijena nakon 6 mjeseci pala na 0,4 HRK/kWh tada bi poslovni subjekt A električnu energiju platio 50% više od trenutne tržišne cijene.

1.3.3 Zamjene (swaps)

Zamjene su privatni aranžmani između dva društva o zamjeni novčanih tokova u budućnosti prema unaprijed utvrđenoj formuli, odnosno prema unaprijed definiranim indikatorima novčanih tokova. Zamjene su najčešće kamatne ili valutne, a bit zamjena je da postoji subjekt čije se buduće obveze i potraživanja razlikuju po svojim karakteristikama (fiksne/promjenjive kamatne stope, različite valute), te da postoji drugi subjekt čije su buduća potraživanja i obveze suprotne od partnera s kojim sklapa u ovakav odnos. Na taj način dolazi do smanjivanja ili potpunog uklanjanja rizika kojemu bi obje strane bile izložene kad ne bi sklopile ovakav posao.

Primjer može intuitivnije pojasniti ovaj financijski instrument pa se tako mogu pretpostaviti banka A i banka B. Banka A je pribavila eure za svoje poslovanje, a izdala je kredite u švicarskim francima. S druge strane, Banka B se zadužila u švicarskim francima, a kreditiranje je izvršila u eurima. Stoga je vidljiva razlika između valuta koje će ove banke zaprimiti od svojih dužnika i valuta u kojima su se same banke zadužile. To znači da je svaka banka izložena valutnom riziku, tj. riziku da će doći do promjene tečaja i posljedičnog gubitka za banke. Tako banke A i B pristupaju poslu zamjene gdje se obvezuju platiti obveze u valuti u kojoj se druga strana zadužila, tj. banka A se obvezuje platiti obveze u švicarskim francima, a banka B u eurima, a to su valute u kojima će primiti sredstva od svojih dužnika. Na taj su način obje banke eliminirale valutni rizik.

Zamjene nemaju razvijeno tržište na kojem bi se preprodavale upravo zbog činjenice da je zahtjevno naći drugu stranu kojoj odgovaraju uvjeti ovakvog aranžmana te zbog toga nisu od većeg značaja za investitore.

2. Poslovanje investicijskih fondova

Investicijski fond je subjekt za zajednička ulaganja čija je jedina svrha i namjena prikupljanje sredstava javnom ili privatnom ponudom te ulaganje tih sredstava u različite vrste imovine u skladu s unaprijed određenom strategijom ulaganja investicijskog fonda, a isključivo u korist imatelja udjela u tom investicijskom fondu.⁶ Investicijski fondovi iskorištavaju principe ekonomije obujma na način da troškove koje imaju, a koji proizlaze iz ulaganja na financijskim tržištima, dijele na sve ulagače u fond i na taj način za njih ostvaruju niži trošak nego što bi pojedinačni ulagač mogao samostalno osigurati. Primjerice, jedan analitičar može priskrbiti vrijedne informacije oko tržišnih kretanja te će te informacije biti primijenjene na cjelokupno ulaganje fonda, dok bi pojedinačni investitori svaki zasebno morali snositi trošak pribavljanja takvih informacija ako žele donijeti informiranu odluku. Prednosti ulaganja u investicijske fondove su diverzifikacija ulaganja, likvidnost, profesionalno upravljanje fondovima, mogućnost ostvarenja većih prinosa u odnosu na klasične oblike štednje, jednostavna kupnja i prodaja udjela, zaštita investitora, dostupnost informacija o fondovima i povjerenje.⁷ Zbog svih ovih činjenica investicijski fondovi su postali jedni od najistaknutijih institucionalnih investitora na današnjem suvremenom financijskom tržištu.

2.1 Vrste investicijskih fondova

2.1.1 UCITS fondovi

UCITS fond (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom koji ima za isključivi cilj zajedničko ulaganje imovine, prikupljene javnom ponudom udjela u fondu, u prenosive vrijednosne papire ili u druge oblike likvidne financijske imovine, a koji posluje po načelima razdiobe rizika. Udjeli u UCITS fondovima se, na zahtjev ulagatelja, otkupljuju izravno ili neizravno, iz imovine toga fonda. Radnje koje društvo za upravljanje poduzima kako bi se osiguralo da tržišna vrijednost udjela ne odstupa bitno od neto vrijednosti imovine po udjelu (cijene udjela), izjednačene su s otkupom udjela.⁸ Fond osniva društvo za upravljanje investicijskim fondovima koje ima odobrenje za rad nadzornog tijela države u kojoj se nalazi. U Hrvatskoj je to HANFA.⁹

Poslovanje UCITS fondova je prilagođeno direktivama Europske unije te su, zbog zaštite investitora, strože regulirani te im je stoga omogućen uži raspon ulaganja kada se razmatraju potencijalni oblici investicijske imovine. Javna ponuda i otvorenost u kontekstu UCITS fondova znači da u njega mogu ulagati svi zainteresirani, tj. da je otvoren i za male ulagače fizičke osobe koji mogu po želji kupiti i prodati udio u fondu.

2.1.2 Alternativni investicijski fondovi

Prema nadležnom Zakonu alternativni investicijski fond je investicijski fond osnovan sa svrhom i namjenom prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom od ulagatelja te ulaganja tih sredstava u skladu s unaprijed određenom strategijom i ciljem ulaganja alternativnog investicijskog fonda, a isključivo u korist imatelja udjela tog fonda pri čemu se ne zahtijeva odobrenje za osnivanje i upravljanje UCITS fondom u skladu s odredbama zakona kojim se uređuje osnivanje i rad otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom.¹⁰

⁶ Narodne novine, *Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2016., članak 4, stavak 1, [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_05_44_1135.html

⁷ Mishkin, F., Eakins, S., *Financijska tržišta i institucije*, MATE, Zagreb, 2005., str. 586

⁸ Narodne novine, *Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2016., članak 4, stavak 1, [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_05_44_1135.html

⁹ HANFA, *Investicijski fondovi*, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagreb, 2017., str. 5, [online]. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/getfile.ashx?fileId=42495>

¹⁰ Narodne novine, *Zakon o alternativnim investicijskim fondovima*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2013., članak 3, [online].

Ključna razlika u odnosu na UCITS fondove je u tome što alternativni investicijski fondovi mogu ulagati u nešto rizičnije oblike imovine te činjenica da se sredstva u fond mogu prikupljati, uz javnu ponudu, i putem privatne ponude. Privatna ponuda u suštini znači da ne mogu svi zainteresirani uložiti svoja sredstva, već samo profesionalni i kvalificirani ulagatelji. Pri tome profesionalni ulagatelji podrazumijevaju financijske institucije, a kvalificirani ulagatelje koji posjeduju dovoljno iskustva i stručnog znanja kako bi bili sposobni razumjeti rizike ulaganja. Mogućnost ulaganja u rizičnije oblike imovine proširuje raspon potencijalne imovine za investiranje pa tako alternativni investicijski fond ima mogućnost ulaganja u primjerice nekretnine, robe i slično.

Alternativni investicijski fondovi mogu biti otvoreni i zatvoreni pri čemu su otvoreni slični UCITS fondovima, osim po mogućim investicijskim opcijama. Pritom je osnovna karakteristika zatvorenih fondova da udjeli u takvim fondovima nisu otkupljivi iz imovine fonda, tj. za razliku od otvorenih fondova, vlasnici udjela ne mogu zatražiti isplatu svojih udjela u bilo kojem trenutku. Zatvoreni investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj se mogu osnovati bez ili s pravnom osobnošću pri čemu Zakon propisuje da se fondovi osnovani kao dioničko društvo osnivaju s javnom ili privatnom ponudom, a oni osnivani kao društvo s ograničenom odgovornošću samo s privatnom ponudom.

2.2 Strategije ulaganja

2.2.1 Dionički fondovi

Možda i najraširenija vrsta investicijskih fondova prema strategiji ulaganja su dionički investicijski fondovi. Ovi investicijski fondovi primarno ulažu u dionice pa im se tako gotovo čitava imovina sastoji od ovih vlasničkih financijskih instrumenata. Doduše, dionički fondovi ponekad djelomično investiraju i u neki drugi oblik imovine, ali osnovni fokus ulaganja je na dionicama. Obilježja koja nosi dionica kao financijski instrument prenose se i na obilježja dioničkog investicijskog fonda pa se tako ulaganja u dioničke fondove smatraju relativno rizičnim tipom investicije. Pod rizikom se smatra mogućnost relativno velike oscilacije vrijednosti udjela koja proizlazi iz promjena vrijednosti pojedinih dionica. Naravno, viši rizik prati i viši očekivani prinos što je najčešće glavni motiv za ulaganje u dioničke fondove. Zbog samih karakteristika ovog tipa fondova, ulaganja u njih trebaju biti na duži rok. Na taj se način anuliraju potencijalna negativna kretanja vrijednosti udjela u određenom kraćem razdoblju te je izglednije da će biti ostvaren željeni prinos. Naravno, činjenica da postoji više investicijskih fondova koji se karakteriziraju kao dionički ne znači da oni moraju biti iste rizičnosti i da će ulaganje u njih rezultirati istim prinosom. Strategija ulaganja u dionički fond formira se od strane društva koje upravlja fondom te se na različite načine disperzira rizik investiranja. Diverzifikacija ulaganja ostvaruje se investiranjem u dionice kompanija iz različitih sektora, iz različitih država i slično. Na taj se način poprilično efikasno eliminiraju rizici koji mogu proizaći iz ulaganja u financijske instrumente sličnih ili istih karakteristika.

Dionički fondovi koji trenutno posluju u Republici Hrvatskoj su: A1, Allianz Equity, Capital Breeder, HPB Dionički, InterCapital Global Equity, InterCapital SEE Equity, KD BRIC, KD Energija, KD Europa, KD Nova Europa, KD Prvi izbor, KD Victoria, OTP indeksni, OTP Meridian 20, PBZ Equity fond, Platinum Blue Chip, Platinum Global Opportunity, USA Blue Chip, ZB aktiv, ZB BRIC+, ZB euroaktiv i ZB trend.¹¹

2.2.2 Obveznički fondovi

Kao što ime govori, ulaganja obvezničkih fondova su pretežito u državne i korporativne dionice. Ulaganje u ovaj tip investicijskih fondova je preporučljivo na srednji rok, a investitori su konzervativniji od ulagača u dioničke fondove pa tako ulaganje u ovaj tip fondova nosi niži očekivani prinos od ulaganja u dioničke investicijske fondove. Može se postaviti pitanje zašto bi investitor bio zainteresiran za niži očekivani prinos kada postoje druge opcije na tržištu, no odgovor je u stabilnosti jer je karakteristika obvezničkih fondova očuvanje vrijednosti koje je ispred značajnog profita. Stoga je ovakvo ulaganje manje rizično zbog manje oscilacije vrijednosti udjela u fondu. Kao i kod dioničkog i kod obvezničkog fonda je moguće napraviti

Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013_02_16_265.html
11 Hrportfolio [online]. Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/?t=dionicki-fondovi> [29.3.2019.]

kvalitetnu diverzifikaciju ulaganja kroz investicije u različite tipove obveznica, čiji izdavatelji dolaze iz različitih geografskih područja.

U tablici 1 prikazan je prosječni prinos obvezničkih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj između u jednogodišnjem razdoblju između 30.3.2018. i 29.3.2019. Iz prikaza je vidljivo kako je u predmetnom razdoblju od devet promatranih fondova najmanji prinos ostvario fond InterCapital Global Bond, dok je najveći prinos ostvario InterCapital Bond. Pritom je za spomenuti da su PBZ Dollar Bond fond i PBZ Dollar Bond fond 2 fondovi s dospjećem.

Tablica 1: Prosječni prinos obvezničkih fondova u RH između 30.3.2018. i 29.3.2019.

Fond	Prosječan prinos između 30.3.2018. i 29.3.2019. (%)
HPB Obveznički	2,19
InterCapital Bond	2,74
InterCapital Dollar Bond	2,20
InterCapital Global Bond	0,16
PBZ Bond fond	1,62
PBZ Dollar Bond fond 2	2,23
PBZ Dollar Bond fond	2,17
PBZ Short term bond fond	0,61
ZB bond	2,36

Izvor: izrada autora temeljem podataka Hrportfolio d.o.o. Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/?t=obveznicki-fondovi> [29.3.2019.]

2.2.3 Novčani fondovi

Među različitim vrstama investicijskih fondova, novčane fondove karakterizira najveća sigurnost ulaganja, tj. fluktuacija vrijednosti imovine novčanih fondova je u pravilu manja nego kod ostalih. Ključan faktor sigurnosti leži u strukturi ulaganja, pa tako novčani fondovi investiraju u depozite banaka, instrumente tržišta novca, tj. trezorske, blagajničke i komercijalne zapise, i kratkoročne dužničke vrijednosne papire najkvalitetnijih izdavatelja.¹² S obzirom da investicije u ove vrste investicijskih fondova gotovo i nisu popraćene tržišnim oscilacijama, novčani fondovi nose relativno male prinose, no generalno ih karakterizira polagan i stalan rast vrijednosti ulaganja. Zbog relativne izvjesnosti ostvarivanja pozitivnog prinosa, u novčane fondove se lakše može ulagati i na kraći rok, pri čemu karakteristične investitore obilježava konzervativnost. Stoga ovaj tip investiranja može biti privlačan za ulagatelje koji razmatraju štednju u bankama, a može i dati uvid u poslovanje investicijskih fondova i njihovo funkcioniranje te zainteresirati potencijalnog investitora i za druge vrste fondova.

U Republici Hrvatskoj je, uslijed stupanja na snagu Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima, od ukupno 21 novčanog fonda njih 19 promijenilo kategoriju iz novčanih u kratkoročne obvezničke fondove. Pri tome je jedan fond promijenio kategoriju u ostale fondove, a za jedan fond je podnesen zahtjev za nastavak poslovanja u kategoriji novčanih fondova.¹³

2.2.4 Mješoviti fondovi

Za mješovite investicijske fondove koriste se još i nazivi uravnoteženi ili balansirani fondovi. Tome je tako

¹² Lešić, Z., Gregurek, M., *Financijske institucije i tržišta*, Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adam Krčelić“, Zaprješć, 2014., str. 241

¹³ Hrportfolio [online]. Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/vijesti/fondovi/vecina-novcanih-fondova-postaju-kratkocni-obveznicki-fondovi-55659> [6.4.2019.]

jer struktura ulaganja ovog tipa fondova nastoji osigurati ravnotežu između prinosa i stabilnosti ulaganja. Naime, mješoviti fondovi ulažu u obveznice i novčane instrumente, ali i u dionice. Sukladno tome oni su prema rizičnosti odmah iza dioničkih fondova tj. rizik ulaganja je umjeren, ali ove fondove obilježava nastojanje da potencijalne fluktuacije vrijednosti, zbog promjena u dioničkom dijelu imovine fonda, budu anulirane stabilnošću prinosa obvezničkog dijela imovine s obzirom da prinosi na obveznice nisu pretjerano promjenjivi. Stoga mješoviti fondovi nude mogućnost ostvarivanja relativno atraktivnog profita. Kao i kod većine drugih vrsta fondova i u ovom slučaju je veoma važna diverzifikacija ulaganja kako bi se rizičnost svela na što manju razinu. Sama struktura ulaganja mješovitih fondova uvjetuje da se investiranje u njih preporuča na srednji i dugi rok.

3. JEDNOSTAVNI I SLOŽENI INVESTICIJSKI PROIZVODI

Europski parlament i Vijeće Europske unije su na prijedlog Europske komisije 26. studenog 2014. godine donijeli Uredbu br. 1286/2014 o dokumentima s ključnim informacijama za upakirane investicijske proizvode za male ulagatelje i investicijske osigurateljne proizvode koja se od 1. siječnja 2018. godine izravno primjenjuje u Republici Hrvatskoj. Uredba je donijeta s općenitim ciljem povećanja transparentnosti na tržištu, te s namjerom da se malim ulagateljima olakša razumijevanje dostupnih proizvoda i usporedba njihovih osnovnih obilježja (rizik, potencijalni prinos ili gubitak, troškovi naknada) što posljedično donosi koristi za male investitore u smislu omogućavanja donošenja informirane odluke. Uz to, svakako da je općenitiji cilj Uredbe bio vraćanje povjerenja potrošača u sektor financijskih usluga nakon financijske krize.

3.1 Upakirani investicijski proizvodi za male ulagatelje i investicijski osigurateljni proizvodi

Predmet Uredbe 1286/2014 su upakirani investicijski proizvodi za male ulagatelje, prema skraćenci iz engleskog jezika PRIP-ovi (Packaged retail investment products), i investicijski osigurateljni proizvodi tj. IBIP-ovi (Insurance-based investment products). Pri tome je IBIP osigurateljni proizvod koji nudi vrijednost dospjelogoga duga ili otkupnu vrijednost osiguranja i kada je ta vrijednost izložena fluktuacijama tržišta.¹⁴

PRIP-ovi i IBIP-ovi se zajednički još nazivaju i PRIIP-ovi (Packaged retail and insurance-based investment products), pri čemu PRIIP može biti i investicijski proizvod za male ulagatelje i investicijski osigurateljni proizvodi u jednom.

Kategorija PRIIP-ova je relativno široka, a uključuje, između ostalog, investicijske proizvode kao što su udjeli u investicijskim fondovima, police životnog osiguranja s elementom ulaganja, strukturirane proizvode i strukturirane depozite.¹⁵

3.2 Dokument s ključnim informacijama

Ključno obilježje Uredbe 1286/2014 je uvođenje pojma KID (Key Information Document) tj. dokument s ključnim informacijama kojeg je izdavatelj PRIIP-a dužan staviti na raspolaganje zainteresiranom investitoru. KID je standardizirani dokument koji ne smije biti dulji od tri stranice veličine A4, a mora sadržavati točno određene elemente:

- opće informacije o izdavatelju i njegove podatke za kontakt;
- opis investicijskog proizvoda, njegove ciljeve i način njihova ostvarenja;

¹⁴ Službeni list Europske unije, Uredba (EU) br. 1286/2014 Europskog parlamenta i vijeća, Službeni list Europske unije, Strasbourg, 2014., članak 4, stavak 2, [online]. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:32014R1286>

¹⁵ Ministarstvo financija RH [online]. Dostupno na: <http://www.mfin.hr/hr/novosti/zapocelo-javno-savjetovanje-o-nacrtu-prijedloga-zako-na-o-provedbi-uredbe-eu> [7.4.2019.]

- objašnjenje glavnih faktora o kojima ovisi povrat;
- informacije o roku investicijskog proizvoda, datumu njegova dospjeća i uvjetima za otkazivanje ulaganja;
- razinu rizika investicijskog proizvoda (od 1 do 7);
- naznaku mogućega najvećega gubitka vašeg ulaganja, uz četiri odgovarajuća scenarija uspješnosti: scenarij u uvjetima stresa, nepovoljni scenarij, umjereni scenarij i povoljni scenarij;
- tablicu u kojoj su objašnjeni troškovi ulaganja tijekom vremena u novčanim i postotnim iznosima;
- tablicu u kojoj su prikazani jednokratni troškovi, ponavljajući troškovi i nepredviđeni troškovi;
- objašnjenje kako podnijeti žalbu, uključujući poveznicu na odgovarajuće internetske stranice, poštansku adresu i adresu e-pošte za podnošenje žalbi¹⁶

Ako EU rezident kupuje PRIIP, izdavatelj mu je dužan na raspolaganje staviti KID, bez obzira gdje u svijetu se proizvod kupuje. KID se dostavlja prije sklapanja posla kako bi investitor imao vremena razmotriti potencijalno ulaganje, a iznimno je moguće da se KID dostavi nakon provođenja transakcije, ali tada samo u slučaju ako klijent izričito pristane na navedeno kako ne bi odgodio transakciju.

4. VRSTE FINACIJSKIH RIZIKA

Financijski rizici su negativna odstupanja od očekivanih rezultata zbog varijabilnosti mogućih ishoda. Varijabilnosti mogućih ishoda se odnose na nesigurnosti vezane uz kretanja razina budućih kamatnih i tečajnih stopa, te s tim povezanim promjenama tržišnih cijena vrijednosnih papira i ostalih dobara i usluga.¹⁷ Realiziranje financijskog rizika dovodi do financijskog gubitka ili smanjene dobiti za pogođenu stranu te je stoga važno prepoznavanje rizika kako bi ih se nastojalo izbjeći ili na njih adekvatno odgovoriti. Suvremeni načini zaštite od financijskih rizika često uključuju korištenje financijskih izvedenica.

4.1 Rizik likvidnosti

Neku imovinu se može opisati njenim stupnjem likvidnosti, odnosno lakoćom ili brzinom unovčavanja takve imovine. Stoga je jasno da različite vrste imovine imaju različiti stupanj likvidnosti jer je u pravilu jednostavnije prodati, i tako unovčiti, npr. udio u UCITS investicijskom fondu, nego obiteljsku kuću u Slavoniji. Načelno se svi oblici imovine mogu pretvoriti u novac relativno brzo, no pojam likvidnosti podrazumijeva da se to obavi bez gubitka vrijednosti što zna biti česta situacija kada je prodavatelj imovine u poziciji da mora prihvatiti nižu cijenu za svoju nelikvidnu imovinu koja mu je ponuđena.

S općenitim pojmom likvidnosti na umu, valja razmatrati i pojam rizika likvidnosti. Mogućnost da će doći do situacije gdje se imovina ne može trenutno trgovati po fer vrijednosti je relevantno ograničenje u poslovanju i treba ju uzeti u obzir kako ne bi došlo do realizacije situacije u kojoj sudionik tržišta trpi gubitak. Poslovni subjekt stoga treba organizirati svoje poslovanje na način da je u stanju podmirivati svoje kratkoročne obveze. Ako tome nije tako, poslovni se subjekt mora okrenuti zaduživanju ili brzom pribavljanju likvidnih sredstava što često rezultira prodajom svoje relativno nelikvidne imovine ispod tržišne cijene. Mogućnost ovakvih događanja predstavlja rizik likvidnosti.

¹⁶ Europska komisija [online]. Dostupno na: https://europa.eu/youreurope/citizens/consumers/financial-products-and-services/investment-products/index_hr.htm [7.4.2019.]

¹⁷ Crouchy, M., Galai, D., Mark, R., *Risk management*, McGraw Hill, New York, 2001., str. 39

4.2 Valutni rizik

Ova vrsta financijskog rizika relativno je poznata i poprilično zastupljena u današnjem globaliziranom svijetu. Javlja se u različitim situacijama trgovanja s dobrima i uslugama čija je cijena izražena u drugačijoj valuti od domaće. Za nastajanje valutnog rizika nužna je promjena tečaja strane valute u određenom vremenskom razdoblju koja za investitora ili poslovni subjekt uzrokuje pad vrijednosti imovine ili rast obveza izraženo u domaćoj valuti.

Valutnim rizikom se može upravljati i od njega se može štiti. Najjednostavnija metoda zaštite od valutnog rizika jest usklađivanje vrijednosti imovine i obveza u koje su denominirane u stranoj valuti. Na taj će način eventualne promjene tečaja koje smanjuju vrijednost imovine, smanjiti i iznos obveza te će neto efekt biti neutralan. Efikasan instrument u zaštiti od valutnog rizika su svakako financijske izvedenice, prvenstveno zamjene (swaps). Njihova pretpostavka je postojanje strane čije se buduće obveze i potraživanja razlikuju po valuti u kojoj su izražena te postojanje druge strane čija su buduća potraživanja i obveze suprotne navedenom. U tom slučaju zamjene omogućuju da dvije strane usklade vlastiti odnos imovine i obveza te izbjegnu ili barem umanje valutni rizik.

4.3 Kamatni rizik

Kamatni rizik je rizik promjene kamatnih stopa u neželjenom smjeru.¹⁸ On se realizira u situacijama promjene tržišnih kamatnih stopa, a može rezultirati gubitkom ili dobitkom za pojedine sudionike tržišta, ovisno o tome na kojoj se strani tržišta nalaze, te o tome u kojem se smjeru kreću kamatne stope. Primjerice, investitor u obveznicu se susreće s padom cijene obveznice u slučaju rasta kamatnih stopa te s rastom njene cijene kada kamatne stope padaju. Na suprotnoj strani tržišta se nalazi izdavatelj obveznice, za kojega su efekti promjene kamatnih stopa suprotni od onih koji se reflektiraju na investitora.

Iz kamatnog rizika proizlaze još dva rizika koja pogađaju investitore. Na primjeru obveznica već opisana mogućnost pada cijene financijske imovine uslijed rasta kamatnih stopa predstavlja rizik cijene, dok se u slučajevima promjene kamatnih stopa javlja i rizik reinvestiranja. Njega karakterizira činjenica da se ulagatelj, kada kamatne stope padnu, nalazi u situaciji da će financijske efekte od ranije investicije moći investirati uz manje profitabilne uvjete, a sukladno novom stanju na tržištu. Ovaj rizik za investitora ima suprotan efekt od rizika promjene cijene te se ukupan rezultat djelomično anulira.

I za upravljanje ovim financijskim rizikom mogu poslužiti različite financijske izvedenice. Tu su prije svega različiti terminski ugovori koji uključuju definirane kamatne stope za buduće poslove, ali i različite kamatne zamjene i kamatne opcije kao tipovi primjerenih financijskih derivata.

4.4 Kreditni rizik

Zanimljivo je promotriti kako Zakon o osiguranju definira kreditni rizik iz aspekta osiguravatelja kao institucionalnih investitora. On se definira kao rizik gubitka ili nepovoljne promjene u financijskom stanju zbog promjena u kreditnom položaju izdavatelja financijskog instrumenta, drugih ugovornih strana i bilo kojih dužnika kojima su izložena društva za osiguranje, odnosno društva za reosiguranje u obliku koncentracija rizika neispunjenja obveza druge ugovorne strane, rizika prinosa ili tržišnog rizika.¹⁹ Ako se u ovom kontekstu koncentriraju samo na dio s neispunjenjem obveza druge ugovorne strane, opis kreditnog rizika se može poopćiti i na druge tipove sudionika na financijskom tržištu. Treba razumjeti da ovaj rizik osvještava mogućnost da dužnik neće ispuniti financijsku obvezu koju ima prema svom kreditoru ili investitoru u financijski instrument.

¹⁸ Tuškan, B., *Upravljanje rizicima upotrebom financijskih derivativa u RH*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 7, br.1., Ekonomski fakultet, Zagreb, 2009., str. 113

¹⁹ Narodne novine, *Zakon o osiguranju*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2015., članak 3, [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_03_30_611.html

Situacija se dosta intuitivno može pojasniti ako se sagleda rizik koji preuzima investitor u npr. obveznicu kada kupuje taj financijski instrument. S obzirom da je obveznica dužnički financijski instrument, ulagatelj ustvari kreditira izdavatelja obveznice do roka njenog dospijea. Kada bi se izdavatelj u hipotetskom slučaju našao u financijskim problemima i ne bi isplatio vrijednost obveznice u trenutku njezina dospijea, tj. svoju financijsku obvezu, došlo bi do realizacije kreditnog rizika koji bi pogodio investitora u ovaj financijski instrument.

4.5 Koncentracijski rizik

Ovaj tip rizika se javlja u situacijama kada je jedna strana u poslovnom odnosu pretjerano izložena nekoj drugoj strani na način da eventualne negativnosti u poslovanju te druge strane uzrokuju gubitke za inicijalnog partnera. Ovdje se ističe pretjerana izloženost, jer je potpunu neizloženost gotovo nemoguće postići. Za naglasiti je da nije nužno biti izložen samo jednom poslovnom subjektu da bi postojao rizik koncentracije, već on postoji i u slučajevima značajne izloženosti pojedinim djelatnostima, tj. poslovnim subjektima koji obavljaju te djelatnosti ili kod izloženosti određenim političkim ili geografskim područjima kao što su države ili regije.

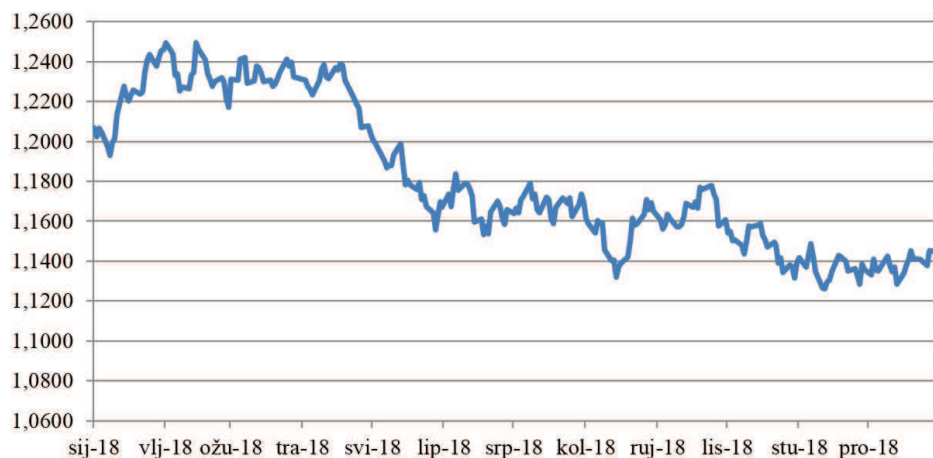
Od koncentracijskog se rizika efikasno može štititi kvalitetnom diverzifikacijom ulaganja. Ako investitor u financijske instrumente uloži u dionice jedne kompanije te kupi obveznice i komercijalne zapise koje je izdala ta ista kompanija te pri tome ne izvrši ulaganje u neku drugu imovinu, tada je taj investitor značajno izložen koncentracijskom riziku. U slučaju da se ulaganja kvalitetno rasporede na više kompanija iz različitih država koja se bave različitim djelatnostima, tada je portfelj investitora mnogo diverzificiraniji te je izloženost koncentracijskom riziku za ulagatelja manja.

5. ULAGANJE NA FINACIJSKIM TRŽIŠTIMA

5.1 Devizno tržište

Ovo se tržište prema engleskom nazivu popularno naziva FOREX ili FX tržište (Foreign Exchange). To je tržište bez fizičke lokacije na kojem se trguje valutnim parovima pa se tako za eure kupuju američki dolari, za britanske funte japanski jeni i slično. Važan preduvjet za razvitak deviznog tržišta je bila opća informatizacija i digitalizacija pa se tako na deviznom tržištu u pravilu trguje preko posrednika, tj. preko različitih platformi koje investitori koriste. Na temelju ponude i potražnje za pojedinom valutom formiraju se valutni tečajevi koji predstavljaju cijenu jedne valute izraženu u drugoj valuti. U ovom kontekstu valja spomenuti termine „bid“ i „ask“ cijene koji označavaju cijenu po kojoj su trgovci na deviznom tržištu spremni kupiti određenu valutu („bid“), odnosno po kojoj cijeni će određenu valutu prodati („ask“). Razlika između dvije navedene cijene se naziva raspon ili engleski „spread“.

Grafikon 1: Kretanje valutnog para EUR/USD tokom 2018. godine



Izvor: izrada autora temeljem podataka Eurostata.

Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/exchange-and-interest-rates/data/database> [17.4.2019.] Iz grafikona 1 se mogu izvesti sljedeće pretpostavke. Ako je investitor posjedovao 1.193,20 američkih dolara i 9.siječnja 2018. ih uložio u eure, dobio je 1.000 eura, a njegova investicija je do 2. veljače porasla na protuvrijednost od 1.249,20 američkih dolara. Ako je pak realizirano ulaganje od spomenutih 1.249,20 američkih dolara 2. veljače 2018. u eure, do 29. svibnja je ostvaren gubitak u protuvrijednosti od 93,40 američkih dolara. Iz ovog pojednostavljenog primjera se može steći uvid u mogućnosti trgovanja na deviznom financijskom tržištu.

5.2 Tržište novca

Tržište novca predstavlja mjesto susretanja ponude i potražnje financijskih sredstava s kratkim rokom raspolaganja.²⁰ To u suštini znači da se na tržištu novca trguje kratkoročnim financijskim instrumentima, a to su oni instrumenti kojima je rok dospjeća manji od godinu dana. Stoga je važno da se ročnost financijskog instrumenta detektira kao glavna odrednica pripadnosti ovom financijskom tržištu te da se tržište novca, zbog svoga naziva, ne povezuje isključivo s efektivnim gotovim novcem, depozitima u bankama i srodnim terminima. Naime, funkcioniranje tržišta novca provodi se kroz trgovanje različitim kratkoročnim financijskim instrumentima kao što su trezorski i komercijalni zapisi, certifikati o depozitu i slično. Valja naglasiti da predmet trgovanja na tržištu novca mogu biti i dugoročni financijski instrumenti. To je moguće u slučaju kada je rok koji je preostao do dospjeća predmetnog vrijednosnog papira takav da po svojim karakteristikama pripada tržištu novca, tj. pojednostavljeno, da mu je do dospjeća manje od godinu dana.

Na tržištu novca, važnu ulogu igraju financijski posrednici, prvenstveno poslovne banke, a s razvojem financijskih tržišta sve veći značaj dobivaju novčani investicijski fondovi. Posrednici na financijskim tržištima imaju razne funkcije, a u kontekstu tržišta novca posebno se ističe transformacija kvalitete novčanih sredstava, supstitucija dužnika i koncentracija financijskih sredstava.²¹ Transformacija kvalitete novčanih sredstava se odnosi na prilagodbu inicijalnih karakteristika financijskih instrumenata na način da ih učine poželjnijima i prihvatljivijima za investitore. Na taj su način financijski instrumenti tržišta novca prilagođeniji investitorima i lakše dolazi do realizacije trgovanja. U kontekstu supstitucije dužnika financijski se posrednici javljaju jer pribavljaju financijske instrumente od izdavatelja i s njima trguju do krajnjih investitora. Zbog svog ugleda i reputacije, financijski posrednici povećavaju sigurnost predmetnih poslova pa se investitori lakše odlučuju na realizaciju ulaganja. Što se tiče koncentracije financijskih sredstava, ona se ogleda u činjenici da financijski posrednici prikupljaju financijska sredstva od širokog kruga individualnih investitora te ta sredstva u većim iznosima ulažu prema dostupnim mogućnostima i tako smanjuju ponavljajuće troškove do kojih bi dolazilo kod pojedinačnih investicija.

Organizirano tržište novca u Republici Hrvatskoj realizira se skroz aktivnosti poslovnog subjekta *Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d., Zagreb*. Navedeni subjekt je osnovan 1990. godine temeljem odredbi Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala kao javno mjesto uređenog trgovanja sudionika. Usklađenjem sa Zakonom o trgovačkim društvima 1992. godine *Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d., Zagreb* postaje samostalno dioničko društvo.²² Osnovna djelatnost ovog društva je organizirano povezivanje ponude i potražnje instrumenata novčanog tržišta: novca (kuna i deviza), kratkoročnih vrijednosnih papira, dugoročnih vrijednosnih papira u posljednjoj godini dospjeća, te ostalih instrumenata novčanog tržišta. Djelatnost Tržišta novca Zagreb regulirana je Zakonom, Statutom i pravilnicima, a nadzor nad njegovim radom u ovlasti je Hrvatske narodne banke. Sudionici ovog organiziranog tržišta, mogu biti banke i ostale financijske institucije (stambene štedionice, osiguravajuća društva, društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima, fondovi i ostali), Hrvatska narodna banka i Ministarstvo financija. Od 9. veljače 2004. Tržište novca Zagreb uvelo je Sustav elektroničkog trgovanja SETT koji omogućuje svim sudionicima istodobno trgovanje različitim instrumentima novčanog tržišta elektroničkim putem, u realnom vremenu. Osim toga SETT omogućuje svim sudionicima trenutačnu informaciju o kretanjima na tržištu, ponudi, potražnji i sklopljenim transakcijama.

²⁰ Orsag, S., *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo, 2011., str. 8

²¹ Orsag, S., *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo, 2011., str. 9

²² Registar godišnjih financijskih izvještaja - javna objava [online]. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/jsp/prijavaKorisnika.jsp> [14.4.2019.]

Transakcije kratkoročnim vrijednosnim papirima sklopljene u sustavu SETT automatski se prenose u sustav prijeba i namire Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.²³

Tablica 2 prikazuje kako se u čitavoj 2018. godini se na Tržištu novca Zagreb trgovalo u ukupnoj vrijednosti od 7,4 mlrd. HRK, što predstavlja prekid četverogodišnjeg negativnog trenda kretanja ukupnog prometa uzrokovanog visokom likvidnošću u sustavu i niskom razinom kamatnih stopa.

Tablica 2: Ukupan volumen potražnje, ponude i prometa na Tržištu novca Zagreb između 2012. i 2018. godine (u mil. HRK)

Godina	Potražnja	Ponuda	Promet
2012.	47.255,33	39.026,11	14.595,33
2013.	31.425,77	71.680,77	18.125,77
2014.	23.794,48	71.164,48	15.849,48
2015.	21.297,70	62.118,77	9.877,70
2016.	12.477,28	86.132,28	6.337,28
2017.	4.757,57	110.132,57	4.732,57
2018.	7.546,02	143.246,02	7.446,02

Izvor: izrada autora temeljem podataka Tržišta novca Zagreb.

Dostupno na: <http://www.trzistenovca.hr/Home/TrgovanjeGodina?godina=2018> [14.4.2019.]

5.3 Osnove tržišta kapitala

Za razliku od tržišta novca, na tržištima kapitala predmete trgovanja predstavljaju dugoročni financijski instrumenti. S obzirom na njihov dug rok dospeljeća, na tržištima na kojima trguju takvi financijski instrumenti njihova cijena više fluktuirala nego što je to slučaj kod cijena instrumenata na tržištima novca. Zbog dužeg roka dospeljeća takvi su instrumenti pod većim utjecajem kreditnog i kamatnog rizika nego instrumenti s kratkoročnim dospeljećem.²⁴ Okolnosti koje potiču investitore na ulaganja na tržišta novca ili tržište kapitala svakako nisu iste. Ulagatelji primarno koriste tržišta novca da bi skladištili sredstva tijekom kratkih vremenskih razdoblja sve dok se ne pojavi važnija potreba ili produktivniji način upotrebe tih sredstava. Suprotno tome, tržišta kapitala se koriste za dugoročna ulaganja te su stoga alternativa ulaganjima u imovinu kao što je nekretnina ili zlato.²⁵

Kao i kod svakog tržišta, i kod tržišta kapitala se kao sudionici susreću dvije suprotne strane gdje je jedna zainteresirana za prodaju, a druga za kupovinu, u ovom slučaju, dugoročnog financijskog instrumenta. Uz njih se mogu javljati i posrednici ili organizatori. Tako su u Republici Hrvatskoj sudionici tržišta kapitala ulagatelji u financijske instrumente, posrednici (investicijska društva, kreditne institucije i ostali), izdavatelji vrijednosnih papira i ostalih financijskih instrumenata, Zagrebačka burza d.d. Zagreb i Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. Zagreb.²⁶

5.3.1 Primarno i sekundarno tržište kapitala

Primarno tržište je financijsko tržište na kojem poduzeća ili državne jedinice, koje posuđuju sredstva od prvih kupaca, prodaju nove emisije vrijednosnica, poput obveznica i dionica. Sekundarno tržište je financijsko tržište na kojem se prethodno izdani vrijednosni papiri mogu preprodati.²⁷

²³ Tržište novca Zagreb [online]. Dostupno na: <http://www.trzistenovca.hr/Home/SysHtmlPage?sistemskalinstancaPodatakald=1> [14.4.2019.]

²⁴ Saunders, A., Millon Cornett, A., *Financijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, 2016., str.8

²⁵ Mishkin, F., Eakins, S., *Financijska tržišta i institucije*, MATE, Zagreb, 2005., str. 242

²⁶ HANFA [online]. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/> [14.4.2019.]

²⁷ Mishkin, F., Eakins, S., *Financijska tržišta i institucije*, MATE, Zagreb, 2005., str. 18

Tako je primarno ili emisijsko tržište mjesto na kojemu se stvaraju novi financijski instrumenti, a u tom procesu su najčešće uključene investicijske banke. U Republici Hrvatskoj su to pretežito posebni odjeli unutar redovnih poslovnih banaka koji se bave posredovanjem prilikom inicijalne emisije financijskih instrumenata, no diljem svijeta često postoje kao usko specijalizirane institucije. U kontekstu primarnog tržišta, često se nailazi na termin IPO (Initial Public Offering) pa valja istaknuti kako on predstavlja inicijalno izlaženje na tržište neke kompanije na način da ona po prvi put nudi svoje dionice na kupnju zainteresiranoj javnosti.

Većina investitora se s trgovanjem financijskim instrumentima susreće kroz akcije na sekundarnom tržištu. Ono se odnosi na preprodaje vrijednosnih papira koje se odvijaju nakon inicijalne kupoprodaje koja je realizirana kroz emisiju na primarnom tržištu kapitala. Iako može, emitent financijskog instrumenta ne mora sudjelovati u transakcijama na sekundarnom tržištu, što je nužno na primarnom tržištu. Na sekundarnom tržištu izdavatelj instrumenta ne prikuplja dodatna financijska sredstva, kao što je to slučaj primjerice kod emisije dionica i obveznica na primarnom financijskom tržištu, već financijski instrument mijenja svoga vlasnika. Na taj način sekundarna financijska tržišta omogućavaju likvidnost financijskim instrumentima. Zbog svojih karakteristika, sekundarno financijsko tržište je važno i za sve nove emisije jer daje sigurnost investitorima u smislu da mogu pokušati prodati predmetnu financijsku imovinu u bilo kojem trenutku te time čini financijske instrumente privlačnijima.

5.3.2 Organizirano tržište kapitala

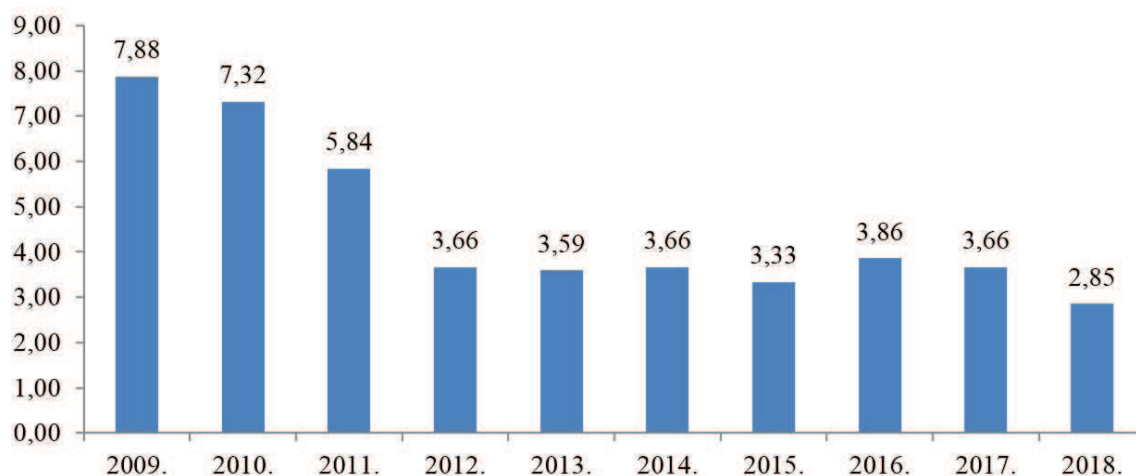
Kada je tržište kapitala formalizirano na način da postoje pravila sudjelovanja, uvjeti i obveze njegovih sudionika, takvo se tržište može smatrati organiziranim. Popularan naziv za organizirano financijsko tržište je burza, pri čemu samo članovi burze mogu sudjelovati u tržišnim transakcijama, a za postati članom treba ispuniti različite obveze. Za uvrštenje financijskih instrumenata na burzu također postoje uvjeti koji trebaju biti ispunjeni, a oni se odnose na kvalitetu pojedinačne vrijednosnice. Kada su navedeni uvjeti ispunjeni financijski se instrument može ulistati tj. uvrstiti na burzi te se tada kaže da on kotira na toj burzi. Među najpoznatijim svjetskim burzama su zasigurno New York Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange i London Stock Exchange.

Postoji i drugi tip tržišta kapitala, takozvana izvanburzovna OTC (Over the counter) tržišta na kojima pravila za sudjelovanje nisu jednako striktno formalizirana, a osnova funkcioniranja su informacijski sustavi. Sa suvremenim globalnim kretanjima, gdje digitalizacija zahvaća gotovo sve aspekte modernog života, sve se slabije može odrediti i granica između burzi i OTC tržišta.

U Republici Hrvatskoj jedino *Zagrebačka burza d.d.* posluje kao organizirano tržište kapitala. Ona je nastala 1991. godine, kada je 25 banaka i 2 osiguravajuća društva utemeljilo burzu kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Tu funkciju Zagrebačka burza ima i danas.²⁸ Zagrebačka burza upravlja uređenim tržištem koje je pak podijeljeno na vodeće, službeno i redovito tržište. Ona se međusobno razlikuju po kriterijima koje moraju ispunjavati financijski instrumenti da bi bili uvršteni na tržište, pri čemu su kriteriji za uvrštenje na vodeće tržište najstroži. Primjerice, da bi neka dionica bila uvrštena na vodeće tržište Zagrebačke burze potrebno je prvenstveno da budu ispunjeni opći uvjeti koji podrazumijevaju da se uvrštava financijski instrument kojim se može trgovati fer, uredno i djelotvorno, izdavatelj mora biti uredno registriran prema propisima Republike Hrvatske ili države sjedišta izdavatelja, potrebno je ispuniti obvezu objave prospekta i drugih informacija, sukladno odredbama Zakona o tržištu kapitala, financijski instrument mora biti slobodno prenosiv te mora biti osigurana učinkovita namira transakcija. Uz to potrebno je ispuniti još jedanaest specifičnih strogih uvjeta za uvrštenje dionice na vodeće tržište.²⁹

28 Zagrebačka burza [online]. Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=26> [15.4.2019.]

29 Zagrebačka burza [online]. Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=36771> [15.4.2019.]

Grafikon 2: Ukupan promet na uređenom tržištu Zagrebačke burze od 2009. do 2018. godine (u mlrd. HRK)

Izvor: izrada autora temeljem podataka Zagrebačke burze d.d.

Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=180> [15.4.2019.]

Iz prikazanog na grafikonu 2 uočava se značajan pad ukupnog prometa na Zagrebačkoj burzi u posljednjem desetljeću. U 2018. godini, je dvogodišnji trend pada prometa rezultirao s ukupnim volumenom ispod tri milijarde kuna, što je minimum u posljednjih deset godina. Takva situacija svakako nije pohvalna s aspekta razvijenosti financijskog tržišta jer smanjeni volumeni trgovanja ukazuju na nedostatak atraktivnosti dijela uvrštenih financijskih instrumenata i manjak dinamičnosti na tržištu.

6. ZAKLJUČAK

Za realizaciju ulaganja investitorima na raspolaganju stoje različite opcije, od klasičnih financijskih instrumenata, kao što su dionice i obveznice, do specijaliziranih financijskih izvedenica. Ako se spomenuta ulaganja žele povjeriti posrednicima, investitori na raspolaganju imaju različite tipove investicijskih fondova, ovisno o njihovim preferencijama. Odluka o ulaganju je olakšana u slučaju poznavanje vlastitih prava osiguranih regulativama, a spoznaja o svim ovim aspektima od velike je važnosti za efikasno investiranje. Uz to su ulagatelji kroz svoje aktivnosti izloženi različitim financijskim rizicima koji mogu znatno utjecati na profitabilnost investicija. Tu izloženost treba kvalitetno razumjeti i svoje ulaganje prilagoditi u cilju minimiziranja mogućih negativnih utjecaja kako bi se učinio maksimalni trud u smjeru kvalitetne investicije koja će tada vjerojatnije rezultirati zadovoljavajućim povratom. Kako se investiranje događa na različitim financijskim tržištima, investitori ih moraju razumjeti i prilagoditi izbor tržišta vlastitim preferencijama i očekivanjima koja imaju od investicije. Ulaganje na financijskom tržištu koje je po karakteristikama najprihvatljivije za investitora, te shvaćanje financijskih rizika koji na njih utječu, neki su od temeljnih preduvjeta za odgovarajuće investiranje.

Summary: An interested investor in the financial market has many investment opportunities. In order to make an informed decision it is necessary to be familiar with the available options in the form of financial instruments available to him or her. In this context, debt and equity financial instruments, as well as financial derivatives, usually appear. Also, as investment funds, as one of the most important institutional investors, are important intermediaries in the financial market and may be of interest to potential investors, it is advisable to know their characteristics and types such as equity, bond, cash or mixed funds. One way investors can demonstrate financial responsibility is to know the relevant regulations that are often marked by the EU directives in the Republic of Croatia. Thus, through one of the EU directives on the Croatian market, the terms Packaged retail investment products, Insurance-based investment products and Key information document

were introduced, which should be important for investors in the Republic of Croatia. On the other hand, for responsible investment it is important to be informed about the potential for negative outcomes of the investment that may follow, but also about the reasons for such outcomes. Therefore, understanding the financial risks is the first step in the direction of responsible disposition of financial resources. Given that from the financial risks investors are standard influenced by currency, interest rate, credit, concentration and liquidity risk, a significant fact is their anticipation and understanding of the potential for these risks. In addition, knowledge of the various types of financial markets on which investors can participate, ie the foreign exchange market and the money and capital markets, creates a deeper insight into the spectrum of available options and gives the investor a choice of options for which he will decide how much he or she will respond.

Keywords: financial instruments, investors, financial risks, the money market, the capital market

Navedeni izvori i korištena literatura

Crouchy, M., Galai, D., Mark, R., *Risk management*, McGraw Hill, New York, 2001.

Europska komisija [online]. Dostupno na: <https://europa.eu/>

Eurostat [online]. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/exchange-and-interest-rates/data/database>

HANFA [online]. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/>

HANFA, *Investicijski fondovi*, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagreb, 2017. [online]. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/>

Hrportfolio [online]. Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/>

Lešić, Z., Gregurek, M., *Financijske institucije i tržišta*, Visoka škola za poslovanje i upravljanje "Baltazar Adam Krčelić", Zaprešić, 2014.

Ministarstvo financija RH [online]. Dostupno na: <http://www.mfin.hr/>

Mishkin, F., Eakins, S., *Financijska tržišta i institucije*, MATE, Zagreb, 2005.

Narodne novine, *Zakon o alternativnim investicijskim fondovima*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2013. [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013_02_16_265.html

Narodne novine, *Zakon o osiguranju*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2015. [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_03_30_611.html

Narodne novine, *Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2016. [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2016_05_44_1135.html

Narodne novine, *Zakon o trgovačkim društvima*, Narodne novine d.d., Zagreb, 2011. [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2011_12_152_3144.html

Orsag, S., *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo, 2011.

Privredna Banka Zagreb, *Komercijalni zapisi*, Privredna Banka Zagreb d.d., Zagreb, 2012. [online]. Dostupno na: https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/tvrtke/komercijalni_zapisi_2012.pdf

Registar godišnjih financijskih izvještaja - javna objava [online]. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/>

Saunders, A., Millon Cornett, A., *Financijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, 2016.

Službeni list Europske unije, *Uredba (EU) br. 1286/2014 Europskog parlamenta i vijeća*, Službeni list Europske

unije, Strasbourg, 2014. [online]. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:32014R1286>

Tržište novca Zagreb [online]. Dostupno na: <http://www.trzistenovca.hr/>

Tuškan, B., *Upravljanje rizicima upotrebom financijskih derivativa u RH*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 7, br.1., Ekonomski fakultet, Zagreb, 2009.

Zagrebačka burza [online]. Dostupno na: <https://www.zse.hr/>