

Analiza tržišta kratkoročnih vrijednosnih papira u RH

Kolenković, Stjepan

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **RRiF College of Financial Management / RRiF Visoka škola za financijski menadžment**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:198:293513>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-27**



Repository / Repozitorij:

[Repository of Final Examination Papers University of Applied Sciences RRiF - Final Examination Papers and Diploma Papers](#)



**RRiF VISOKA ŠKOLA ZA FINANCIJSKI MENADŽMENT
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ KORPORATIVNE FINACIJE**

Stjepan Kolenković

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI RAD

**ANALIZA TRŽIŠTA KRATKOROČNIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA U
REPUBLICI HRVATSKOJ**

Zagreb, 2018.

RRiF VISOKA ŠKOLA ZA FINANCIJSKI MENADŽMENT
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ KORPORATIVNE FINACIJE

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI RAD

**ANALIZA TRŽIŠTA KRATKOROČNIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA U
REPUBLICI HRVATSKOJ**

Ime i prezime studenta: Stjepan Kolenković

Matični broj studenta: 066/15-I-SDS

Mentor: Dr.sc. Dolores Pušar Banović, prof. visoke škole

Zagreb, 2018.

ZAHVALA

U prvom redu želim se zahvaliti svim djelatnicima RRiF visoke škole, a izdvojeno mentoru Dr.sc. Dolores Pušar Banović, na ukazanom stručnom znanju i pomoći, kako prilikom izrade ovog rada, tako i tijekom godina studija.

U drugom redu zahvaljujem se kolegama i prijateljima s kojima sam kroz smijeh, suze, strah i veselje dijelio studentske patnje i radost.

Posebno bih zahvalio roditeljima, majci Katarini bez koje nebi bilo ništa od ovoga, ocu Ivanu kojeg nema ali čiji utjecaj je ovdje, i koji će biti usađen generacijama koje tek dolaze.

Nadalje zahvaljujem sestri Dr.sc. Iva Kolenković Močilac koja me uvijek poticala i postavljala akademska mjerila visoko. Zahvaljujem malom nećaku Borni koji u svom ujaku vidi uzor i tjera ga da bude bolja osoba.

Za kraj se želim zahvaliti supruzi Aniti koja je bila uz mene u najtežim trenucima i koja vjeruje u mene, kao i maloj Gabrijeli koja mi je gorivo, i koju tata voli najviše na svijetu.

NASLOV DIPLOMSKOG STRUČNOG RADA

Analiza tržišta kratkoročnih vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj

SAŽETAK

U radu će se prikazati analiza tržišta kratkoročnih vrijednosnih papira Republike Hrvatske u cilju ukazivanja na značaj istih za gospodarstvo, poduzetništvo i državu. Istovremeno će se ukazati na razloge zbog kojih se pojedini kratkoročni vrijednosni papiri sve manje koriste u svakodnevnom poslovanju poduzetnika i države (poput mjenice i čeka). Osim sredstva naplate, kratkoročni vrijednosni papiri također imaju ulogu u osiguranju naplate. U radu će biti obrađena svaka vrsta kratkoročnog vrijednosnog papira, s naglaskom na značaj i svrhu, kao i problem korištenja, te pojave svakog kratkoročnog vrijednosnog papira. Isto tako, prikazat će se funkcije Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Hrvatske narodne banke (HNB) na tržištu kapitala i novca, te njihove uloge u analizi tržišta.

Ključne riječi: kratkoročni vrijednosni papiri, financijska tržišta, tržište novca, tržište kapitala, udjeli u novčanom investicijskom fondu

TITLE

Market Analysis of Short-Term Securities in the Republic of Croatia

SUMMARY

This paper presents the analysis of the Croatian short-term securities in order to make a point to the importance for the economy, entrepreneurship and the state. At the same time, the reasons for which some short-term securities are increasingly used in everyday business and government operations (such as bills of exchange and waiting) will be highlighted. In addition to the means of billing, short-term securities also play a role in securing billing. This paper deals with each type of short-term securities, with emphasis on significance and purpose, as well as describing the problem of use, and the occurrence of each short-term securities. As well, it will be shown the functions of Croatian Financial Services Supervisory Agency and Croatian National Bank and their role on the capital and money market.

Key words: short-term securities, financial markets, money market, capital market, shares in the money investment fund

SADRŽAJ:

1. UVOD.....	1
2. POJAM I VRSTE VRIJEDNOSNIH PAPIRA.....	3
2.1. Općenito o vrijednosnim papirima	4
2.2. Vrste vrijednosnih papira.....	6
2.3. Karakteristike vrijednosnih papira.....	9
2.4. Funkcije vrijednosnih papira	10
2.4.1. Vrijednosni papir kao platežno sredstvo	11
2.4.2. Vrijednosni papir kao kreditno sredstvo	13
2.4.3. Vrijednosni papir kao sredstvo robnog prometa	14
3. KRATKOROČNI VRIJEDNOSNI PAPIRI	15
3.1. Blagajnički ili trezorski zapisi	15
3.2. Komercijalni zapisi ili trgovački papiri	16
3.3. Bankarski akcepti.....	17
3.4. Potvrda o depozitu	17
3.5. Sporazumi o reotkupu ili repo krediti	18
3.6. Udjeli u investicijskim fondovima.....	18
4. ANALIZA TRŽIŠTA KRATKOROČNIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA.....	20
U REPUBLICI HRVATSKOJ	20
4.1. Tržište kratkoročnih vrijednosnih papira kao sastavnica tržišta novca	22
4.2. Analiza tržišta novca u Republici Hrvatskoj	23
4.3. Primarno i sekundarno tržište	37
5. ULOGA NADZORNIH INSTITUCIJA NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU REPUBLIKE HRVATSKE.....	39
5.1. Uloga Hrvatske narodne banke na tržištu novca.....	39
5.2. Uloga Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga na tržištu kapitala.....	42
6. ANALIZA UDJELA U NOVČANOM INVESTICIJSKOM FONDU	44

6.1. Vrste investicijskih fondova	44
6.1.1. Otvoreni investicijski fond	46
6.1.2. Zatvoreni investicijski fond.....	48
6.2. Investicijski novčani fondovi.....	52
6.3. Analiza PBZ novčanog investicijskog fonda.....	56
6.3.1. Struktura ulaganja fonda	57
6.3.2. Upravljanje rizicima.....	59
6.3.3. Prinosi fonda	61
7. ZAKLJUČAK.....	63
LITERATURA	67
POPIS SLIKA	69
POPIS GRAFIKONA.....	70
POPIS TABLICA.....	71

1. UVOD

U ovome specijalističkom diplomskom stručnom radu utvrdit će se važnost ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire i financiranja putem emisije kratkoročnih vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj. Nadalje, jedan od ciljeva rada je opisati ulogu i značaj svakog pojedinog kratkoročnog vrijednosnog papira i otkriti zbog čega su isti osmišljeni i koliko pridonose razvoju gospodarstva, te postoji li potreba za novim alternativnim vrijednosnim papirima.

U današnje vrijeme, robno-uslužno novčana razmjena na svome je vrhuncu. Dobra putuju s jednog kraja svijeta na drugi unutar jednog dana, a usluge se obavljaju gotovo trenutno. Ovaj se globalno ekspanzivan rast svakako može pripisati ulozi novca, odnosno svim njegovim derivatima i izvedenicama, pa tako i kratkoročnim vrijednosnim papirima koji su u pravilu visoko likvidna financijska sredstva. Zbog te karakteristike, kratkoročni vrijednosni papiri igraju golemu ulogu u globalnom razvoju, bilo kao fizički dokumenti, bilo kao brojevi na zaslonima financijskih burzi.

Vrijednosnim papirima i njihovim izvedenicama trguje se na posebno uređenim tržištima. Kroz rad opisać će se trgovanje na tržištu novca i tržištu kapitala. Također opisać će se uloga nadzornih institucija za pojedino tržište, točnije uloga Hrvatske narodne banke na tržištu novca i uloga Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga na tržištu kapitala.

U ovom radu opisać će se konkretni problemi izdavanja i financiranje temeljem kratkoročnih vrijednosnih papira, odnosno koji su to problemi, zašto do njih dolazi, što oni predstavljaju za gospodarstvo te mogu li se isti riješiti. Isto tako, obradit će se i struktura ulaganja sredstava banke u vrijednosne papire, te koliki je prinos na temelju istih, kao i ulaganja prema vrstama vrijednosnih papira. Područje koje bi se istražilo i analiziralo ovim diplomskim radom jest tržište kratkoročnih vrijednosnih papira Republike Hrvatske s naglaskom na sljedećim vrstama vrijednosnih papira: blagajnički zapisi, certifikati o depozitu, komercijalni zapisi, bankovni akcepti, mjenica, ček. Dodatno će se obraditi i kratkoročni vrijednosni papiri koji nisu prisutni na hrvatskom tržištu.

Cilj ovog diplomskog rada je utvrditi važnost ulaganja u kratkoročne vrijednosne papire i financiranja putem emisije kratkoročnih vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj.

Nadalje, cilj je opisati ulogu i značaj svakog pojedinog vrijednosnog papira i otkriti zbog čega su isti osmišljeni i koliko pridonose razvoju gospodarstva, te postoji li potreba za novim alternativnim vrijednosnim papirima.

Do ciljeva ovog rada doći će se kroz niz istraživačkih pitanja kao što su i u kojoj mjeri se koriste kratkoročni vrijednosni papiri, te koje pravne i ekonomske posljedice sa sobom nose pojedine vrste vrijednosnih papira. Isto tako, tražit će se odgovor na pitanje u kojoj mjeri se koriste pojedini kratkoročni vrijednosni papiri, te koji se prinos ostvaruje od pojedinog vrijednosnog papira, kao i rizici kojima se investitor izlaže prilikom ulaganja u pojedini vrijednosni papir.

Rad se sastoji od sedam dijelova. Prvi dio uključuje uvod, drugi dio se odnosi na pojam i vrste vrijednosnih papira. U ovom dijelu pojedinačno će se opisati svaka funkcija i karakteristika određenog vrijednosnog papira. Treći dio odnosi se na podvrstu, odnosno kratkoročne vrijednosne papire, ujedno i materiju diplomskog rada. Četvrtim dijelom analizirat će se hrvatsko tržište kratkoročnih vrijednosnih papira kao sastavni dio tržišta novca. Peti dio uključuje djelokrug financijskih institucija zaduženih za kontrolu financijskih tržišta, a šesti dio se odnosi na analizu PBZ invest novčanog fonda. U sedmom dijelu na temelju postavljenih ciljeva i analiza iznijet će se zaključak.

2. POJAM I VRSTE VRIJEDNOSNIH PAPIRA

„Vrijednosni papiri mnogo se koriste u praksi, pogotovo u gospodarski razvijenim zemljama. U najopćenitijem smislu vrijednosni papir je isprava o građanskom pravu koje je u ispravi inkorporirano (utjelovljeno), a realizacija tog prava moguća je samo imatelju isprave.“¹

Kod vrijednosnih papira, ističu se tri elementa povezanosti: uvjet nastanka prava, uvjet prenosivosti prava i uvjet ostvarenja prava. Ipak, sva tri elementa ne moraju kumulativno postojati da bi se isprava smatrala vrijednosnim papirom, ali se prisustvo barem drugog ili trećeg uvjeta smatra neophodnim. Značajke vrijednosnog papira ponekad se izražavaju tako da se on opisuje kao isprava o nekom imovinskom pravu u kojoj je to pravo inkorporirano.

Prema sadržaju prava koje je vezano uz vrijednosni papir postoje stvarnopravni, obveznopravni i korporativni ili vrijednosni papiri s pravom učešća.² Redovito se naglašava kako povezanost isprave i prava ne dolazi kod svih vrijednosnih papira jednako do izražaja.

Vrijednosni papiri kojima se trguje na tržištu novca jesu kratkoročni vrijednosni papiri izdani u seriji s rokom dospijeca do godine dana, kao što su trezorski zapisi, blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, certifikati o depozitima i bankarski akcepti, udjeli u novčanim investicijskim fondovima te dugoročni dužnički vrijednosni papiri kojima je preostali rok dospijeca do godine dana.

Prema svojoj pravnoj naravi vrijednosni papir je jednostrani pravni posao kojim se njegov izdavatelj obvezuje ispuniti određenu činidbu u njemu naznačenom ovlašteniku.³ Obveza iz vrijednosnog papira nastaje u trenutku kad ju izdavatelj vrijednosnog papira preda njegovu korisniku.

Vrijednosni papiri se kupuju i prodaju na burzovnom tržištu, a burze i državne ustanove (kao što su Securities and Exchange Commission, skraćeno SEC u SAD-u) brinu se o

¹ Jurman A., Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire, Zbornik radova Sveučilišta u Rijeci, Ekonomski fakultet, God. 23. Sv. 2, 2005., str. 314

² Ibid, str. 313

³ Gregurek M., Poslovanje banaka, RRI F visoka škola za financijski menadžment, 2015., str. 47

njihovoj vrijednosti i valjanosti radi očuvanja svoga poslovnog ugleda i sigurnosti kupaca. Na burzama se ne mogu ili se ne bi smjeli pojaviti vrijednosni papiri tvrtki koji za njih nemaju pokriće u sredstvima i imovini. Prinosi koji se mogu ostvariti iz vrijednosnih papira jesu dividenda, kamata ili prinos ostvaren kroz kapitalni dobitak.

2.1. Općenito o vrijednosnim papirima

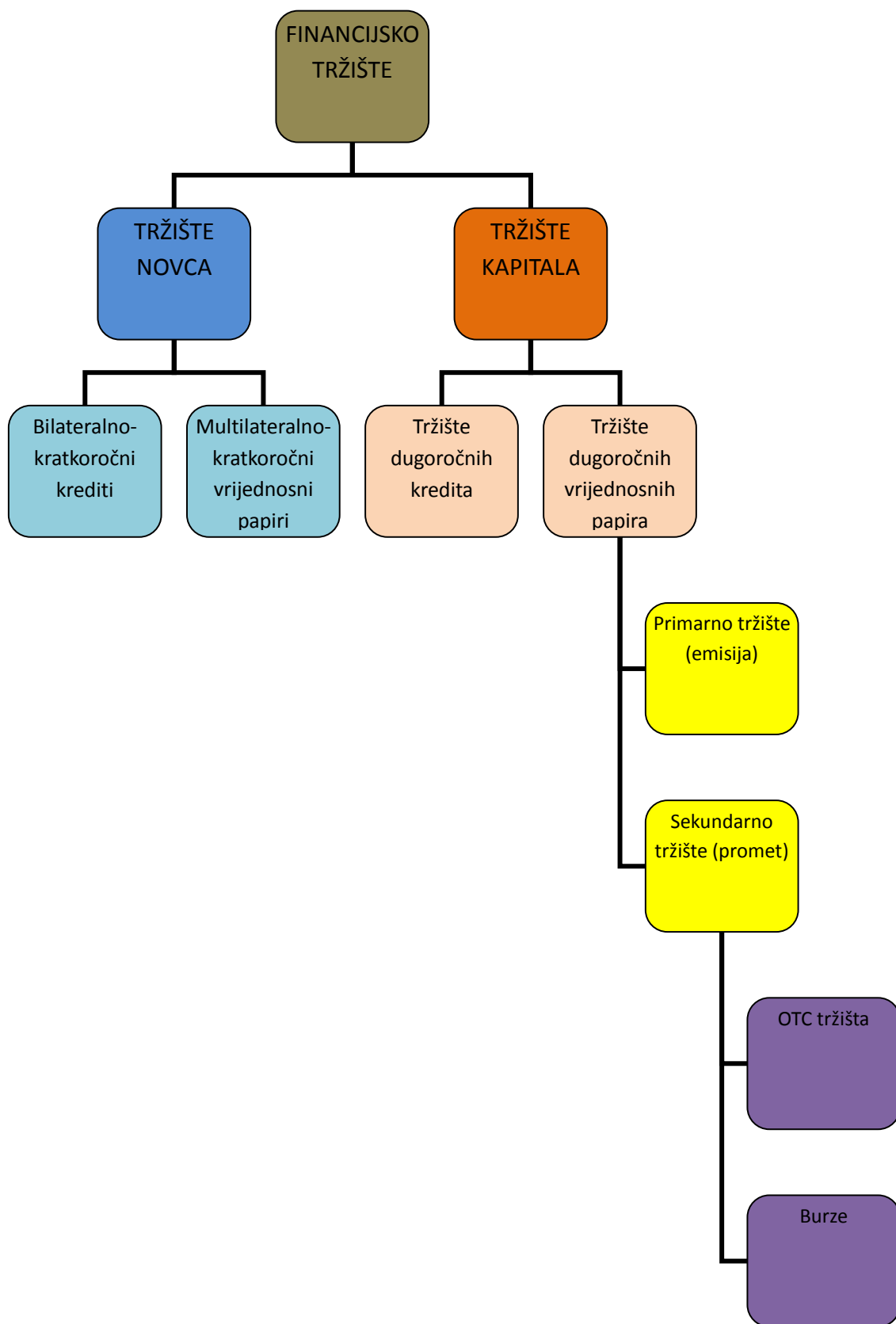
Vrijednosni papir jest pisani ili elektronički dokument kojim se njezin izdavatelj obvezuje ispuniti zakonitom imatelju obvezu upisanu u tome dokumentu.⁴ Vlasnik ili imatelj vrijednosnog papira ostvaruje određena imovinska prava koja može uživati sam ili pak prenijeti na treću osobu, čime se povećava promet samog vrijednosnog papira kao i suma novca u optjecaju.

Vrijednosni papiri mogu igrati razne uloge poput uloge sredstva plaćanja, kredita, osiguranja potraživanja, robnog prometa i slično, no kada se govori o vrijednosnim papirima, govori se prvenstveno o sredstvu financiranja, te je njihova primarna zadaća neovisno o njihovoj vrsti i funkciji prikupljanje sredstava.

Vrijednosne papire izdaju korporacije, banke, financijske institucije, društva za osiguranje, poduzeća, državna uprava i lokalne zajednice kao i ostale pravne osobe. Ovisno o njihovom dospjeću, vrijednosni papiri dijele se na dugoročne i kratkoročne, pa se i tržišta na kojima se njima trguju dijele na tržište novca i tržište kapitala.

⁴ Cingula M., Klačmer M., Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Varaždin, 2003., str. 87

Slika 1. Ustroj financijskog tržišta



Izvor: Prohaska Z., Analiza vrijednosnih papira,, Infoinvest, Zagreb, 1996. str. 17

2.2. Vrste vrijednosnih papira

Kada se govori o dugoročnim vrijednosnim papirima, najčešća je podjela na dionice i obveznice. Kombinacijom karakteristika dionica i obveznica dobivaju se hibridni vrijednosni papiri (povlaštene dionice, participativne obveznice, izvedenice). U grupaciju vrijednosnih papira, uz navedene oblike, ubrajaju se i ostale pisane isprave i dokumenti koji imaju vrijednost i kojima se može trgovati, poput blagajničkih zapisa, opcija i robnih ugovora.⁵

Uz standardnu podjelu vrijednosnih papira na dionice, obveznice i ostale vrijednosne papire, moguća je i podjela po nekim drugim značajnim kriterijima:⁶

a) Prema mogućnosti konverzije vrijednosni papiri se dijele na konvertibilne i nekonvertibilne vrijednosne papire. Konvertibilnost u pravilu povećava atraktivnost određenog vrijednosnog papira. Konvertibilnost označava mogućnost zamjene vrijednosnog papira iz jednog oblika u drugi oblik. Obveznice i povlaštene dionice su konvertibilni vrijednosni papiri koji se mogu konvertirati u redovnu dionicu istog poduzeća ukoliko je tako definirano prilikom emisije vrijednosnih papira. Kad je vrijednosni papir jednom konvertiran više se ne može ponovno zamijeniti za obveznice ili povlaštene dionice. U manjem broju slučajeva i nekonvertibilni vrijednosni papiri mogu se konvertirati u druge vrijednosne papire, ali ta zamjena mora biti izvršena uz prethodni pristanak vlasnika, odnosno tada se konverzija vrši prema utvrđenom zakonskom postupku.

b) Prema vremenu trajanja financijskog odnosa vrijednosni papiri se dijele na kratkoročne i dugoročne vrijednosne papire. Te kategorije su definirane na temelju unaprijed određene dospelosti. Za dugoročne vrijednosne papire (dionice, obveznice) kaže se da su likvidniji od nekih drugih oblika ulaganja, a to znači da posjeduju mogućnost brze prodaje. Upravo je mobilnost jedna od najvažnijih karakteristika vrijednosnog papira, jer je to za imatelja relativno jednostavan oblik prikupljanja financijskih sredstava na razvijenom sekundarnom tržištu. Uz pomoć vrijednosnih papira omogućena je decentralizacija štednje stanovništva u gospodarske svrhe. Kratkoročni vrijednosni papiri većinom se nazivaju i komercijalnim papirima, jer ih koriste poduzeća u svrhu pribavljanja financijskih sredstava

⁵ Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 134

⁶ Orsag S., Financiranje emisijom vrijednosnih papira, RIFIN, Zagreb, 2002., str. 141

namijenjenih za podmirenje tekućih potreba. Komercijalni zapis je u stvari priznanica koju izdaje pravna osoba na primljeni iznos novca. Komercijalne zapise obično izdaju samo poduzeća s velikim poslovnim ugledom.

c) Prema naznaci vlasnika vrijednosni papiri se dijele na ime, na donositelja i po naredbi. Vrijednosni papiri na ime kao vlasnika naznačuju pravnu ili fizičku osobu na čije ime glase. Osnovna razlika u odnosu na druge vrijednosne papire je što se prenose punim indosamentom, ako na njima nije izričito naznačeno da se ne mogu prenositi. Indosament je pisana izjava o prijenosu prava, odnosno potraživanja vrijednosnog papira s jedne osobe na drugu osobu, na način da indosant (prethodni vlasnik) na pozadini vrijednosnog papira potpiše izjavu da se sva prava iz tog vrijednosnog papira prenose na novog vlasnika (indosatar).

Imatelj prava u vrijednosnom papiru na donositelja nije posebno naznačen iz čega se izvodi zaključak da se svakom tko donese određeni vrijednosni papir mora isplatiti iznos naveden na tom papiru. Vrijednosni papir koji glasi na donositelja prenosi se predajom. Najznačajniji vrijednosni papiri na donositelja jesu: ček i mjenica, dionica i obveznica. Vrijednosni papiri po naredbi imaju navedenu osobu koja se pojavljuje kao nositelj prava koja proizlaze iz određenog vrijednosnog papira, ali i osobu koju ona odredi svojom posebnom naredbom. Takvi vrijednosni papiri sadrže klauzulu „platite po naredbi“.⁷

Vrijednosne papire moguće je podijeliti temeljem vrste prava na sljedeći način:⁸

- a) **OBVEZNOPRAVNI PAPIRI** – vrijednosni papiri koji sadrže određenu tražbinu koja pripada ovlašteniku (imatelju papira) prema dužniku; tražbina je uglavnom novčana, npr.: mjenica, ček, obveznica, kreditno pismo
- b) **STVARNOPRAVNI PAPIRI** – inkorporiraju neko stvarno pravo kao što je pravo vlasništva ili založno pravo; npr.: založnice i tzv. tradicijski papiri: skladišnica i teretnica.

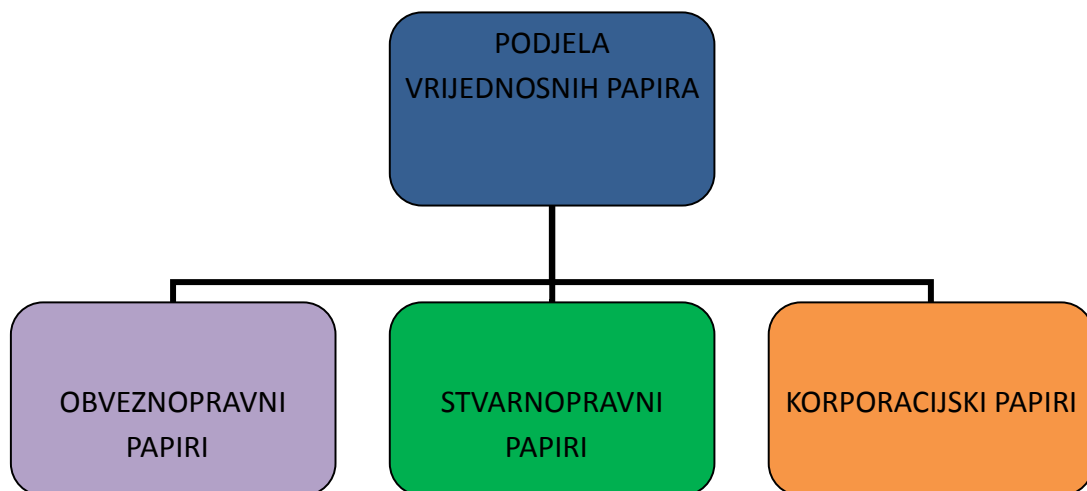
⁷ Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 135

⁸ Jurman A., Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire, Zbornik rad. – Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet., God. 23. Sv. 2, 2005., str. 314

- c) **KORPORACIJSKI PAPIRI** – sadrže pravo neke osobe na članstvo, upravljanje i sudjelovanje u dobiti u pravnoj osobi (korporaciji); npr.: dionice kod dioničkih društava

Radi preglednosti podjele vrijednosnih papira, isto je prikazano na slici br. 2.

Slika 2. Podjela vrijednosnih papira



Izvor: Izradio autor

2.3. Karakteristike vrijednosnih papira

Vrijednosni papir mora sadržavati sljedeće bitne sastojke i karakteristike, te se one smatraju minimalnim sastojcima bez kojih vrijednosni papir ne bi mogao imati značenje vrijednosnog papira, a to su:⁹

- a) naznaka vrste vrijednosnog papira,
- b) ime trasanta (izdavatelja vrijednosnog papira). Ako je pravna osoba: tvrtka odnosno naziv i sjedište, a ako je fizička osoba: ime i prebivalište,
- c) naznaka remitenta (korisnika), ako je pravna osoba: tvrtku, odnosno naziv, a ako je fizička osoba: ime osobe na koju, odnosno po čijoj naredbi vrijednosni papir glasi, ili naznaku da papir glasi na donositelja,
- d) točno naznačenu obvezu izdavatelja koja proizlazi iz vrijednosnog papira,
- e) mjesto i datum izdavanja vrijednosnog papira, a kod onih koji se izdaju u seriji, i njihov serijski broj,
- f) potpis izdavatelja vrijednosnog papira, odnosno faksimil potpisa izdavatelja vrijednosnih papira koji se izdaju u seriji.

Bitne karakteristike i značaj vrijednosnog papira u pravnom smislu riječi su:¹⁰

- a) uska povezanost između isprave i prava, drugim riječima bez isprave nema vrijednosnog papira, pa se zato kaže da je pravo utjelovljeno (inkorporirano) u ispravi,
- b) pravo iz vrijednosnog papira ne može nastati bez isprave,
- c) pravo iz vrijednosnog papira ne može se prenositi na druge osobe (fizičke ili pravne) bez isprave,
- d) pravo iz vrijednosnog papira se ne može ostvariti bez isprave
- e) značajka vrijednosnog papira kao pravnog posla: vrijednosni papir je uvijek formalni pravni posao, da bi se neka isprava mogla uopće kvalificirati vrijednosnim papirom moraju postojati elementi navedeni pod stavkama b) i c).

Vrijednosni su papiri financijski instrumenti oblikovani potrebama širokog kruga investitorske javnosti. U velikoj se mjeri financijski instrumenti svode na međuovisnost rizika

⁹ Prema Zakonu o izdavanju vrijednosnih papira, Narodne novine br. 107/95

¹⁰ Orsag S., Dedi L., Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 60

i nagrade koju sadrže. Zbog toga su oni, posebice kada su u formi vrijednosnih papira, „roba široke potrošnje” koju odlikuje sljedeći niz obilježja:¹¹

- a) Likvidnost
- b) Fungibilnost
- c) Homogenost
- d) Djeljivost
- e) Jednostavnost
- f) Sigurnost.

Likvidnost vrijednosnih papira se definira kao mogućnost prodaje vrijednosnog papira, ili nekog drugog investicijskog sredstva, po očekivanoj cijeni. Fungibilnost označava, u najširem smislu riječi, zamjenljivost. Tako su dionice istog izdavatelja i istog roda potpuno zamjenjive jedna za drugu. Homogenost je važno obilježje vrijednosnih papira koje omogućava njihovu intenzivnu trgovinu na organiziranim tržištima. Djeljivost je rezultat same prirode vrijednosnih papira. Prema njima je cjelokupna svota emisije podijeljena na male pojedinačne apoene. Na taj način djeljivost omogućava lako kombiniranje vrijednosnih papira u njihovom investicijskom portfoliju. Jednostavnost je obilježje vrijednosnih papira kao robe široke potrošnje, dok je sigurnost obilježje koje vrijednosnim papirima jamči njihovo organizirano trgovanje.¹²

2.4. Funkcije vrijednosnih papira

Pod funkcije vrijednosnih papira pripada sljedeća podjela na:

1. platežno sredstvo – ček, kreditno pismo,
2. kreditno sredstvo – mjenica,
3. sredstvo robnog prometa – skladišnica, vozni list, teretnica.

¹¹ Ibid, str. 58

¹² Ibid, str. 58

2.4.1. Vrijednosni papir kao platežno sredstvo

Ček je pisani nalog izdavatelja u banci da naznačenoj osobi isplati određenu svotu s njegovog računa. Ček u svojstvu vrijednosnog papira kao sredstvo plaćanja uvijek se nalazi u pisanom obliku te mora sadržavati sve elemente koji su propisani zakonom. Ukoliko nedostaje neki od navedenih elemenata, isprava nema svojstvo čeka. Postoji nekoliko kategorija čeka s obzirom na njegovu namjenu i oblik. Barirani ček je pisana isprava koja je s prednje strane precrtana dvjema paralelnim crtama. Koristi se kao instrument plaćanja bez uporabe gotovog novca prema odredbama Zakona o čeku (Narodne novine 74/94).

Gotovinski ček je pisana isprava koja se koristi u obavljanju platnog prometa kao ček za podizanje gotovine za potrebe izdavatelja čeka ili za isplatu gotovog novca fizičkoj osobi. Obračunski ček se koristi u istom svojstvu kao i barirani ček. Izdaje se kao sredstvo osiguranja plaćanja. Ček po tekućem računu je ček kojim vlasnik tekućeg računa u banci raspolaže tim sredstvima na računu. Takav oblik čeka koristi se za podizanje gotovine, za plaćanje roba ili usluga.¹³

Razlike u funkciji mjenice i čeka vidljive su i iz načina na koji se određuje dospijeće tražbine iz mjenice, odnosno na koji je određeno dospijeće tražbine iz čeka. Izdatnik mjenice može odrediti dan kada mjenica dospijeva ili razdoblje čijim istekom mjenica dospijeva, dok ček ex lege dospijeva po viđenju, a isprava u kojoj bi dospijeće bilo drukčije označeno ne vrijedi kao ček.

¹³ Zakon o čeku, Narodne novine 74/94

Slika 3. Primjer čeka



Izvor: www.zaba.hr/, pristupljeno dana 05.03.2018. godine

Kreditno pismo je instrument plaćanja s inozemstvom kojim tuzemna banka posebnim pismom izdanim redovito u posebnoj formi ovlašćuje svoga korespondenta u inozemstvu da isplati odjednom ili djelomično iznos naveden u njemu.

Postoje dvije varijante kreditnog pisma:

- a) opće kreditno pismo kod kojeg je određena jedna ili dvije banke asignat (korespondirajuća banka),
- b) cirkularno kreditno pismo (češće u praski) sadrži popis banaka (asignata) kod kojih se kreditno pismo može isplatiti.

Osnovni elementi kreditnog pisma su: ¹⁴

- naziv i sjedište banke koja je izdala pismo
- broj kreditnog pisma
- mjesto i datum izdavanja
- ime osobe na koju glasi
- iznos do kojega se mogu obavljati isplate iz kreditnog pisma potpisi ovlaštenih osoba banke koja je izdala kreditno pismo.

¹⁴ Hadžić M., Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009., str. 369

2.4.3. Vrijednosni papir kao sredstvo robnog prometa

Skladišnica je formalna isprava, dokument koju onome koji ostavlja robu izdaje javno skladište. Skladišnicom javno skladište potvrđuje primitak robe i obvezuje se izručiti je osobi koja je prema sadržaju isprave legitimirana. Skladišnica je ujedno i vrijednosni papir po naredbi i prenosiva je indosamentom.¹⁷

Skladišnica je isto tako i vrijednosni papir kod kojeg je korisnik svaki donositelj papira. Kao takav vrijednosni papir, može se reći da su skladišnice obveznopravni papiri s obzirom da činidba može biti novčana ili nenovčana.

Postoje dvije vrste skladišnica, jednodijelna i dvodijelna. Jednodijelna skladišnica služi istovremeno za stjecanje vlasništva i zaloga na uskladištenoj robi, dok se dvodijelna skladišnica izdaje u jednom dijelu kao priznanica, a u drugom kao založnica. Prilikom izdavanja skladišnice, oba dijela su spojena, a kasnije se prema potrebi mogu rastaviti, te se svaki dio može koristiti odvojeno, tj. zasebno.

¹⁷ Ruzić D., Razmjenski odnosi u marketingu, Sveučilište J.J. Strossmayera Osijek, Ekonomski fakultet Osijek, 1999., str. 303

3. KRATKOROČNI VRIJEDNOSNI PAPIRI

Kratkoročni vrijednosni papiri predstavljaju osnovnu komponentu trgovanja na tržištu novca. Svrha različitih kratkoročnih vrijednosnih papira je udovoljiti potrebama i interesima različitih sudionika na tržištu novca.

Tako se na tržištu novca može trgovati blagajničkim zapisima, komercijalnim zapisima, trezorskim zapisima, bankarskim akceptima, potvrdama o depozitu, te udjelima u novčanim investicijskim fondovima.

3.1. Blagajnički ili trezorski zapisi

Blagajnički ili trezorski zapisi su specifični kratkoročni vrijednosni papiri s rokom dospijeca od 3 mjeseca do godinu dana, a omogućuju potpunu regulaciju novca u opticaju i uspostavljanje ravnoteže u likvidnom sustavu banaka. Za njihovo izdavanje zadužene su državne institucije, kao što su: centralne banke, državne agencije te ministarstvo financija s ciljem uspostavljanja ravnoteže između državnih prihoda i državnih rashoda.

„Blagajnički zapisi su diskontni vrijednosni papiri s rokom dospijeca unutar godine dana. Uz blagajničke zapise, banke izdaju i potvrde o depozitima i eventualne druge oblike kratkoročnih zapisa, nastojeći povećati mobilnost depozita u sve intenzivnijoj konkurenciji s drugim dijelovima financijske industrije.“¹⁸ U Hrvatskoj blagajničke zapise emitiraju Hrvatska narodna banka, te je dužnički instrument za održavanje likvidnosti.

Blagajnički zapis smatra se “nerizičnim” instrumentom, a sigurnost i umjereni prinos glavne su mu karakteristike. Prodaje se uz diskont tako da mu je cijena pri prodaji niža od nominalne, a o dospijecu isplaćuje se nominalna vrijednost upisana u zapisu. Rijetko se prodaje s kamatnim kuponom, tj. uz prihod kroz vrijeme, te mu je uobičajeno dospijeca 91 dan, 182 dana.

¹⁸ Orsag S., Dedi L., Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 60

„Trezorske zapise izdaje država, tj. Ministarstvo financija. Trezorski zapisi predstavljaju kratkoročni vrijednosni papir s najrazvijenijim sekundarnim tržištem, tako da predstavljaju sigurne i izrazito likvidne financijske instrumente. U pravilu su to diskontni vrijednosni papiri i emitiraju se s uobičajenim standardnim dospeljima unutar godine dana.“¹⁹ Trezorski zapisi se dakle prodaju uz diskont na nominalnu vrijednost, tj. po cijeni manjoj od nominalne vrijednosti, te je prilikom prodaje nominalna vrijednost naznačena na samom vrijednosnom papiru.

Trezorski zapis glasi na donositelja što mu daje karakteristiku lako prenosivog vrijednosnog papira, a emitira se s kamatnom stopom koja se ugovorom dogovara.

Oba vrijednosna papira predstavljaju likvidne kratkoročne vrijednosne papire sa dospeljem unutar godine dana. Razlika između blagajničkih i trezorskih zapisa je u tome tko ih izdaje, te u tome što su blagajnički zapisi manje atraktivni od trezorskih zapisa, te su automatski i sigurniji i poželjniji vrijednosni papir zbog toga što se isti smatraju nerizičnim instrumentom.

3.2. Komercijalni zapisi ili trgovački papiri

Komercijalni zapisi ili trgovački papiri su vrijednosni papiri s rokom dospelja do 6 mjeseci, a koji banku ili poduzeće koje ih izdaje stavljaju u dužnički odnos. Poduzeća i banke ih koriste radi pribavljanja kratkoročnih novčanih sredstava. Komercijalni vrijednosni papiri nisu osigurani stoga što komercijalne zapise u pravilu izdaju velika poduzeća s određenim kredibilitetom.²⁰

Komercijalni zapisi su prenosivi vrijednosni papiri, izdani na ime, koji predstavljaju bezuvjetnu, neosiguranu obvezu izdavatelja te omogućuje podmirenje kratkoročnih potreba izdavatelja, na način da izdavatelj, ovisno o situaciji na tržištu, izdaje tranšu zapisa koja je unutar limita uspostavljenog programa.²¹

¹⁹ Ibid, str. 60

²⁰ Mishkin, Frederic S.; Eakins Stanely G., Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2005., str. 228

²¹ www.pbz.hr, pristupljeno dana 28.04.2018. godine

Program izdavanja komercijalnih zapisa jest program financiranja kratkoročnih potreba poduzeća s dužim vremenskim rokom (najčešće 5 ili više godina) unutar kojeg je izdavatelju omogućeno izdavanje tranši komercijalnih zapisa, pojedinačno najduže ročnosti 364 dana, do maksimalno ukupnog iznosa predviđenog programom. Komercijalni zapisi ulagatelju nose prinos u visini diskonta, odnosno razlike između niže cijene po kojoj je komercijalni zapis kupljen i pune cijene (100% iznosa) po kojoj se komercijalni zapis iskupljuje o dospijeću.²²

3.3. Bankarski akcepti

Bankarski ili bankovni akcepti su vrijednosni papiri u obliku mjenice koji banku stavlja u dužnički odnos prema imaoocu 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 donosiocu mjenice.²³

Bankovni akcept predstavlja lako utrživi vrijednosni papir iz razloga što komitent banke nakon njenog akceptiranja ima mogućnost trgovanja s tom mjenicom na tržištu novca. Bankovni akcepti se koriste još od 12. stoljeća, ali svoju najveću važnost postigli su sredinom 20. stoljeća kada je i porastao volumen međunarodnog trgovanja.²⁴

3.4. Potvrda o depozitu

Potvrda ili certifikat o depozitu spada u grupaciju najtraženijih vrijednosnih papira koje izdaje poslovna banka kao potvrdu za primljena oročena sredstva. Certifikatom o depozitu, depozitna banka se obvezuje da će po isteku vremena oročenja isplatiti donosiocu certifikata o depozitu oročena sredstva zajedno s kamatama koje su utvrđene pri potpisivanju tog vrijednosnog papira.²⁵

²² Ibid, pristupljeno dana 28.04.2018. godine

²³ Mishkin, Frederic S.; Eakins Stanely G., Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2005., str. 230

²⁴ Ibid, str. 230

²⁵ Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 24

Takvi certifikati se sastavljaju na vremensko razdoblje od 30 do 180 dana, a služe kao svojevrsni oblik garancije banci da u tom vremenu ima na raspolaganju novac koji može plasirati na tržište kroz unaprijed dogovoreno vrijeme.²⁶

3.5. Sporazumi o reotkupu ili repo krediti

Repo krediti predstavljaju kratkoročne kredite koje uzima vlada neke zemlje. Element osiguranja takvih kredita su vrijednosni papiri čija se prodaja odnosno kupnja odvija putem brokerskih društava ili investicijskih banaka na neki unaprijed određeni datum po unaprijed dogovorenoj cijeni.²⁷

Jedan od primjera osiguranja je izdavanje trezorskih obveznica koje se po dospijeću duga otkupljuju po unaprijed dogovorenoj cijeni uvećanoj za kamate. Tržište repo kredita je značajan segment tržišta novca, a njegovom intenzivnom razvoju pridonio je rast deficita državnog budžeta, promjenjive stope inflacije i nerazmjer i promjenjivost kamatnih stopa.²⁸

3.6. Udjeli u investicijskim fondovima

Investicijski fondovi od svojih ulagača prikupljaju sredstva, te ih zatim plasiraju u kratkoročne i dugoročne investicije, odnosno u različite financijske oblike. Na financijskom tržištu Republike Hrvatske pojavljuju se kao institucionalni investitori koji putem javne ponude prikupljaju financijska sredstva te ih ulažu u prenosive vrijednosne papire ili u nekretnine i depozite u različitim financijskim institucijama.

Isto tako, institucionalni investitori ujedno posreduju na tržištu vrijednosnih papira tako da emitiraju svoje vrijednosne papire kojima prikupljaju sredstva potrebna za kupnju primarnih vrijednosnih papira poduzeća i drugih emitirajućih kuća. Zbog toga se udjeli investicijskih fondova nazivaju sekundarnim vrijednosnim papirima.

²⁶ Ibid, str. 24

²⁷ Ferizović M., *Financijska tržišta*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Bijaču, Grafičar, Bijač, 2004., str. 133

²⁸ Ibid, str. 133

Investicijski fondovi su kanali putem kojih se štednja velikog broja pojedinačnih investitora može usmjeriti u dionice, obveznice ili kratkoročne vrijednosne papire na tržištu novca.²⁹

Investicijski fond osniva se na temelju odobrenja HANFA-e isključivo radi javnoga prikupljanja novčanih i imovinskih sredstava javnom prodajom, odnosno izdavanjem dokumenata o udjelu u fondu ili dionica, čija se sredstva, uz primjereno uvažavanje načela sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti i razdiobe rizika, ulažu u prenosive vrijednosne papire ili nekretnine, te u depozite u financijskim institucijama.³⁰

Investicijskim fondom na temelju statuta fonda i odredbi iz zakona, upravlja društvo za upravljanje fondovima. Imovina fonda mora se držati odvojeno od imovine društva. Statut investicijskog fonda je njegov temeljni akt u kojem su naznačeni svi bitni elementi i uvjeti pod kojima se fond osniva, te isti statut mora biti odobren od strane HANFA-e.³¹

Postoji nekoliko podjela investicijskih fondova, međutim, osnovna podjela je na otvorene i zatvorene investicijske fondove. Zatim imamo podjelu prema vrsti vrijednosnih papira u koje se ulaže, a to su novčani, obveznički, dionički i mješoviti. Tri osnovne vrste investicijskih fondova su otvoreni, zatvoreni i privatni fond.

²⁹ Novak B., Financijska tržišta i institucije, Osijek, Ekonomski fakultet, 2002., str. 284

³⁰ Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine 44/16

³¹ Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 105

4. ANALIZA TRŽIŠTA KRATKOROČNIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Kao što je u radu već napomenuto, ovisno o kojoj vrsti vrijednosnog papira se radi, odnosno njenom vremenskom roku dospijea, o istome ovisi na kojem će se tržištu pojaviti. Kratkoročni vrijednosni papiri, kako sama riječ kaže pripadaju kategoriji vrijednosnih papira s kraćim rokom dospijea od godine dana, uz visoke troškove emisije, bez pokrića. Takvim vrijednosnim papirima trguje se na uređenom tržištu novca.

Tako se na uređenom tržištu u Republici Hrvatskoj, vrijednosni papiri mogu pojaviti na tržištu novca ili tržištu kapitala. Na tržištu kapitala prikupljaju se dugoročna novčana sredstva potrebna poduzeću za razvoj perspektivne dugoročne strategije, dok se na tržištu novca prikupljaju kratkoročna novčana sredstva.

U tablici br. 1 prikazat će se glavni ponudioci i tražioci na tržištu novca i tržištu kapitala, te njihova raspodjela.

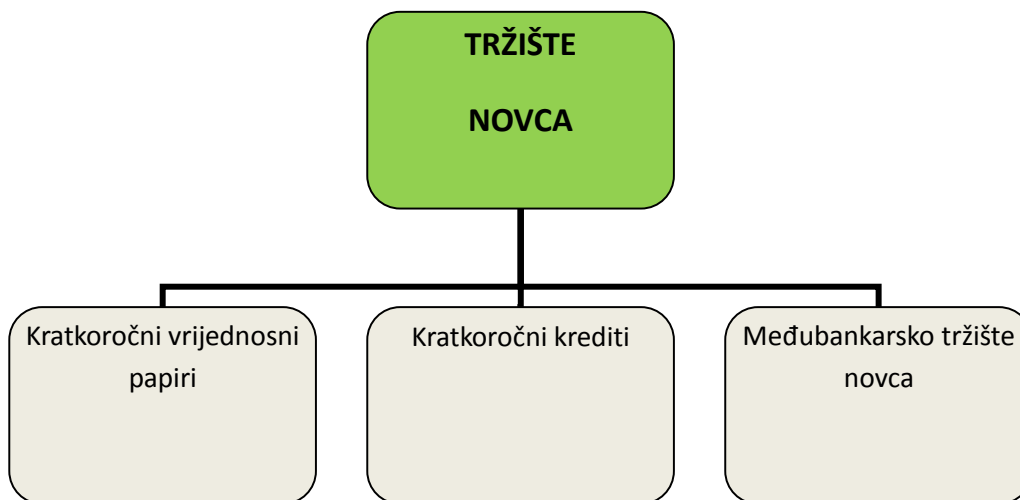
Tablica 1. Prikaz funkcija koje obavljaju različite financijske institucije

TRŽIŠTE NOVCA		TRŽIŠTE KAPITALA	
<i>Glavni ponudioci</i>	<i>Glavni tražioci</i>	<i>Glavni ponudioci</i>	<i>Glavni tražioci</i>
Komercijalne banke	Državna riznica	Mirovinski fondovi	Poduzeća
Nefinancijske institucije	Komercijalne banke	Osiguravajuća društva	Domaćinstva
Uzajamni fondovi	Nefinancijske korporacije	Domaćinstva	Država
Država	Financijske korporacije	Štedne organizacije	
Središnja banka	Dileri-brokeri vrijednosnica	Komercijalne banke	

Izvor: Vidučić Lj., Financijski menadžment, Zagreb, 2006. godina, str. 107

Tržište novca uz tržište kapitala, predstavlja sastavni dio financijskog tržišta. Na tržištu novca se trguje kratkoročnim vrijednosnim papirima i likvidnim novčanim sredstvima s rokom dospjeća do godinu dana. Dakle, radi se o vrijednosnim papirima koji su izrazito likvidni i kao takvi se lako i brzo pretvore u novac. Na slici br. 5 prikazat će se sastavnice tržište novca, tj. njihova raspodjela.

Slika 5. Sastavnice tržišta novca



Izvor: Prohaska Z., Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996., str. 19

4.1. Tržište kratkoročnih vrijednosnih papira kao sastavnica tržišta novca

Na tržištu novca, osim kratkoročnim vrijednosnim papirima, trguje se i kratkoročnim kreditima, te tako poslovne banke svojim komitentima odobravaju kredite koji imaju rok dospjeća do godine dana.

Tržište novca nije konkretno mjesto, više pojam, na kojem sudionici, uglavnom banke dolaze do kratkoročnih sredstava, pozajmljuju viškove ili trguju kratkoročnim vrijednosnim papirima. No osim komercijalnih banaka, sudionici na tržištu novca su također: središnja banka, ministarstvo financija, štedne banke, osiguravajuća društva, investicijski fondovi i ostale financijske institucije te pravne i fizičke osobe koje raspolažu novčanim sredstvima, a u mogućnosti su obavljati uslugu posrednika između krajnjih subjekata.³²

Uz Zagrebačku burzu (ZSE) koja je uređeno tržište za trgovanje sredstvima tržišta kapitala, 1990. godine osnovano je Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. kao

³² Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 20

uređeno mjesto javnog trgovanja sudionika novčanog tržišta. Djelatnost Tržišta novca regulirana je Zakonom o tržištu kapitala (Narodne novine NN 65/18), Statutom i pravilnicima, a nadzor nad radom Tržišta, u skladu sa Zakonom, u ovlasti je Hrvatske narodne banke.³³

Tržište novca je devedesetih godina imalo izuzetno važnu ulogu u ravnomjernom raspoređivanju likvidnosti u financijskom sustavu. Njegova uloga bila je naglašena radi okolnosti koje su tada obilježavale financijski sustav, a koje se mogu sažeti u dvije najvažnije osobine:

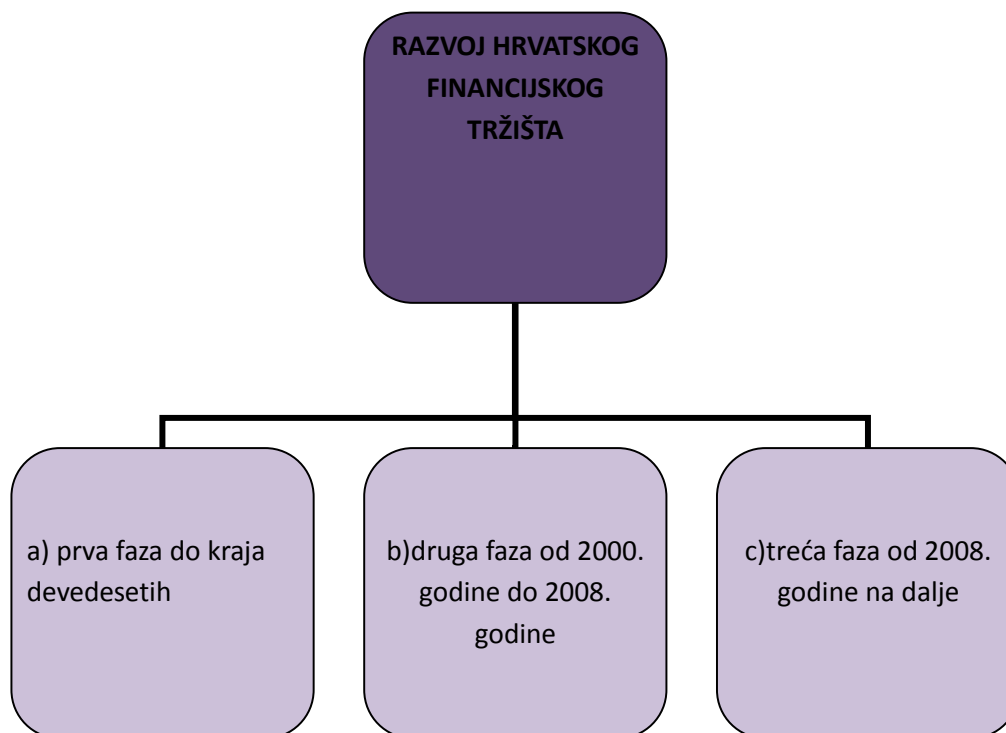
- a) nedostatak likvidnosti i
- b) visoka kamatna stopa.

4.2. Analiza tržišta novca u Republici Hrvatskoj

Uzimajući u obzir načela tržišta novca (transparentnost, javnost, organiziranost, ravnopravnost i neutralnost), razvoj tržišta novca u Republici Hrvatskoj može se podijeliti u tri faze (Slika br. 6.).

³³ www.trzistenovca.hr, pristupljeno dana 15.03.2018. godine

Slika 6. Razvoj hrvatskog financijskog tržišta



Izvor: www.ijf.hr, pristupljeno dana 02.03.2018. godine

Položaj tržišta novca u prvoj fazi poslovanja odredile su specifične okolnosti u kojima je organizirano trgovanje imalo izuzetno veliki značaj u održavanju financijske stabilnosti zemlje. Cjelokupno trgovanje i najveći dio ukupnog dnevnog trgovanja sudionika odvijali su se transparentno putem tržišta novca. To je bilo razdoblje vrlo niske likvidnosti i izuzetno visokih kamatnih stopa u kojem je organizirano trgovanje doprinosilo ravnomjernom rasporedu viškova likvidnosti. U tome je razdoblju osnovan veliki broj novih banaka i štedionica od kojih se dio nije mogao održati. Sređivanje bankarske scene i uvođenje novih tehnologija u poslovne procese snažno se odražavalo na novčano tržište i rad institucije koja se uspješno prilagođavala svakoj promjeni.³⁴

³⁴ <http://www.ijf.hr>, pristupljeno dana 02.03.2018. godine

Druga, potpuno nova faza u razvoju financijskog tržišta i cjelokupnog hrvatskog gospodarstva, započela je krajem devedesetih. Najvažnija obilježja novčanog tržišta u ovoj fazi bila su izuzetno visoka likvidnost financijskog sustava i niska kamatna stopa. Ovako duboke promjene nastale su zbog niza novih okolnosti među kojima su najvažnije:³⁵

- a) internacionalizacija i globalizacija financijskog sektora,
- b) uvođenje novih subjekata na financijsko tržište,
- c) daljnji razvoj tehnologije platnog prometa,
- d) uvođenje eura i snažan rast depozita,
- e) regulativna usklađenost s direktivama EU,
- f) aktivnija uloga središnje banke na novčanom tržištu.

Internationalizacija i globalizacija financijskog sektora rezultirala je preuzimanjem više od 90 posto bankarskog sektora od strane inozemnih vlasnika i snažnim dotokom inozemne likvidnosti. Uvođenje eura i nužnost polaganja novca u banke radi zamjene valuta također doprinosi poboljšanju likvidnosti bankarskog sustava.

Početak treće faze poklapa se s novim okolnostima na svjetskom financijskom tržištu izazvanim krizom tržišta kapitala koja je postrojila nadzor nad poslovanjem banaka. Posljedice za hrvatsko novčano tržište bile su:³⁶

- a) smanjen dotok likvidnosti iz inozemstva
- b) snažan rast kamatnih stopa
- c) vraćanje sklonosti sigurnijim, klasičnim financijskim instrumentima
- d) povratak imovine financijskog sektora u banke

Osnovna djelatnost tržišta novca je organizirano povezivanje ponude i potražnje instrumenata novčanog tržišta: novca (kuna i deviza), kratkoročnih vrijednosnih papira, dugoročnih vrijednosnih papira u posljednjoj godini dospijeća, te ostalih instrumenata novčanog tržišta.

³⁵ Ibid, pristupljeno dana 15.03.2018. godine

³⁶ Ibid, pristupljeno dana 20.03.2018. godine

Temeljem navedenog, analizirat će se obrađeni podaci trgovanja kunama za razdoblje od 10 godina, točnije od 2008. do 2017. godine na primjeru ponude i potražnje domaće valute objavljeni na stranicama Tržišta novca Zagreb.

Tablica 2. Trgovanje kunama na tržištu novca Zagreb

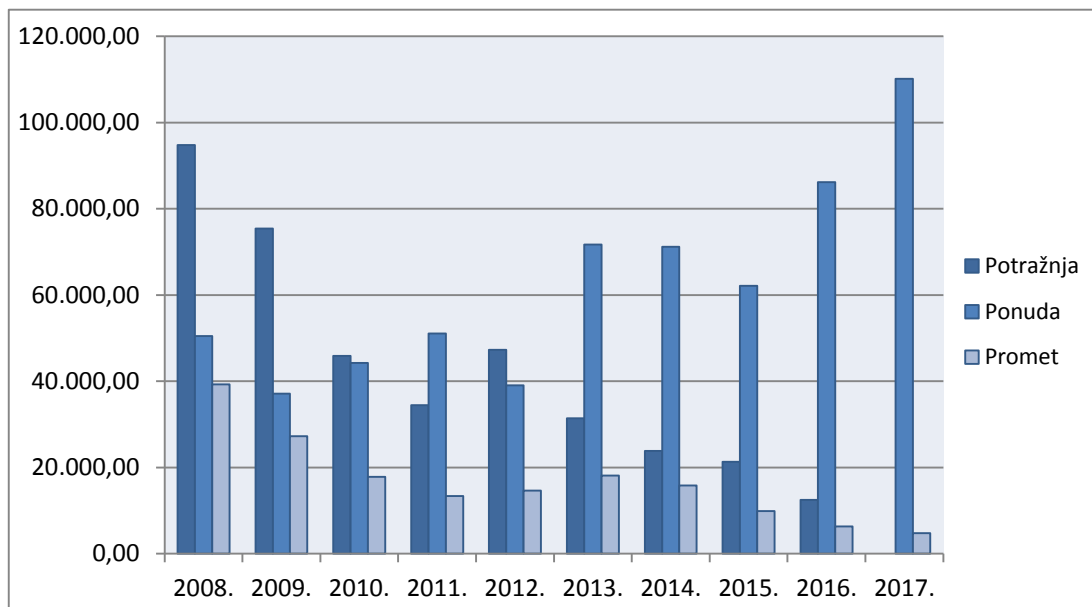
Trgovanje kunama na tržištu novca Zagreb u razdoblju 2008.-2017. g. (u mil. kn)						
Godina	Potražnja	Ponuda	Promet	Prosjek kamatne stope	Najniža kamatna stopa	Najviša kamatna stopa
2008.	94.801,50	50.441,50	39.238,50	5,99	3,54	16,76
2009.	75.405,59	37.136,49	27.211,49	7,58	0,98	18,63
2010.	45.877,15	44.262,15	17.796,62	0,93	0,67	1,15
2011.	34.475,50	51.035,30	13.365,30	1,16	0,52	2,38
2012.	47.255,33	39.026,11	14.595,33	1,46	0,91	3,52
2013.	31.425,77	71.680,77	18.125,77	1,13	0,79	1,59
2014.	23.794,48	71.164,48	15.849,48	1,27	0,85	2,04
2015.	21.297,70	62.118,77	9.877,70	0,92	0,38	1,78
2016.	12.477,28	86.132,28	6.337,28	0,65	0,02	1,57
2017.	4.757,57	110.132,57	4.732,57	0,38	0,08	2,00

Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

Temeljem komparativne analize utvrđuje se kako potražnja kroz godine sustavno opada, da bi zadnje godine analize, razlika u odnosu na prvu bila skoro dvadeset puta. Kao kritična godina izdvaja se 2010. jer u njoj dolazi do gotovo dvostruko niže potražnje za kapitalom u odnosu na 2008. godinu.

Ponuda s druge strane, za razliku od potražnje bilježi rast, uz pojedine iznimke u godinama 2012 i 2015. Na temelju ponude i potražnje dolazi do prometa koji također poput potražnje opada s godinama, izuzev iznimnih godina kao što su 2013. i 2014.

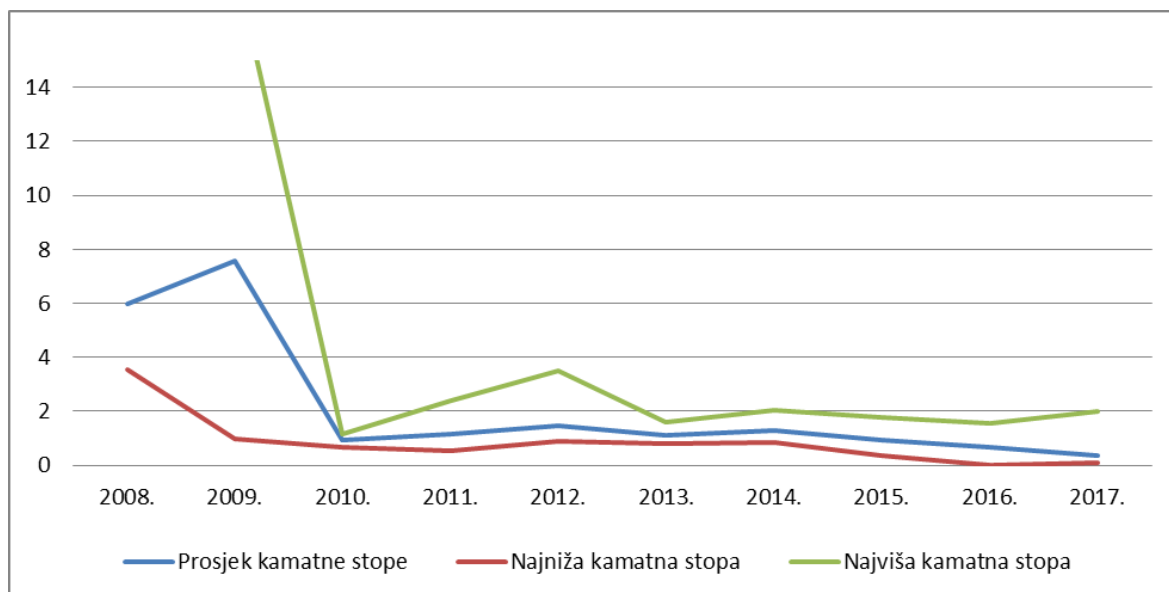
Grafikon 1. Trgovanje kunama na tržištu novca Zagreb



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, grafikon izradio autor

Grafički prikaz odnosa ponude potražnje i prometa gdje se jasno vidi sustavan pad potražnje, a rast ponude tokom godina. U 2010. godini omjer ponude i potražnje gotovo je idealan što je rezultiralo prometom od sedamnaest milijardi i sedamsto devedeset i šest milijuna kuna.

Grafikon 2. Odnos kamatne stope na tržištu novca Zagreb (u mil. kn)



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, grafikon izradio autor

2010. godina prijelomna je za prosjek kamatne stope, tako se sa visokih 5,99 i 7,58 kamatna stopa u 2010. srozala na 0,93 što je najveća oscilacija unutar razdoblja analize. Iako se u narednim godinama na tržištu pojavljuje velika ponuda kapitala po relativno niskim kamatnim stopama, potreba za kapitalom, pa makar i „jeftinim“ je minimalna do nikakva. Valja napomenuti kako je do prijeloma došlo u 2010. godini koja je uslijedila nakon svjetske ekonomske krize.

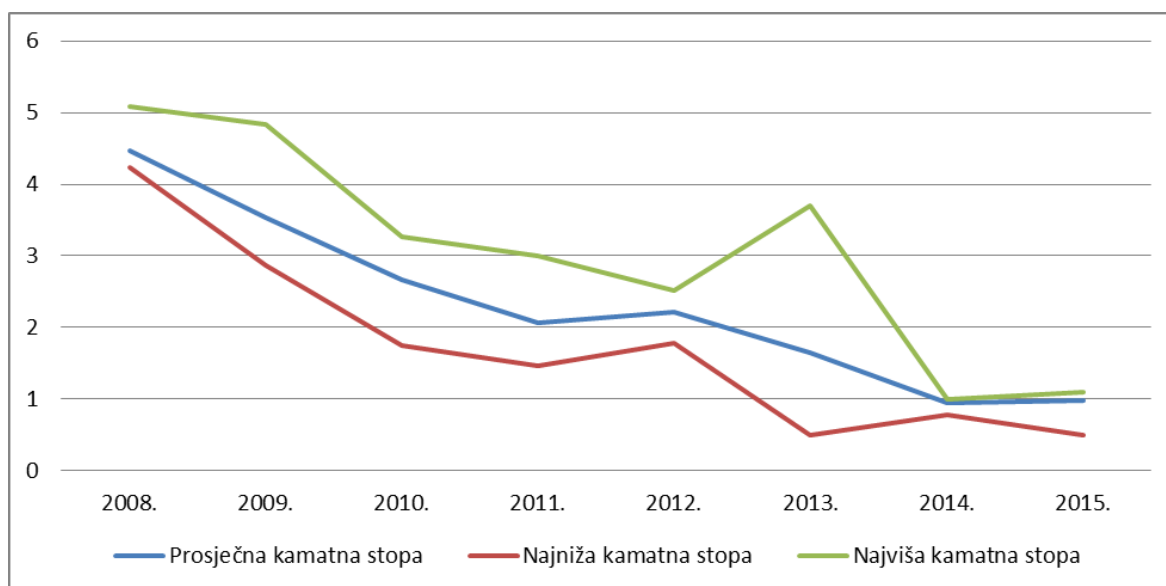
Tablica 3. Trgovanje devizama na tržištu novca Zagreb

Trgovanje devizama na tržištu novca Zagreb u razdoblju 2008.-2017. g. (u mil. EUR)				
Godina	Promet	Prosječna kamatna stopa	Najniža kamatna stopa	Najviša kamatna stopa
2008.	78,5	4,46	4,23	5,09
2009.	134,60	3,54	2,87	4,84
2010.	51,83	2,66	1,75	3,26
2011.	41,55	2,07	1,46	3,0
2012.	335,60	2,21	1,78	2,52
2013.	69,00	1,64	0,5	3,7
2014.	15,05	0,94	0,78	1,0
2015.	35,9	0,98	0,5	1,1
2016.	-	-	-	-
2017.	-	-	-	-

Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

Na Tržištu novca Zagreb, osim domaće valute trguje se i devizama, prvenstveno eurima. U tablici su prikazani promet u zadnjih 10 godina, izuzev 2016. i 2017. u kojima nije bilo trgovanja eurima na tržištu novca. Analizom podataka utvrđuje se kako je najveći promet obavljen 2012. godine s iznosom od tristo trideset i pet milijuna i šesto tisuća eura s kamatnom stopom od 2,21%. Eurski promet na tržištu novca varira iz godine u godinu iako kamatna stopa sustavno opada, pa je razlika u odnosu na prvu godinu i posljednju aktivnu godinu 3,48 p.p. Ovaj sustavan pad eurske kamatne stope tokom godina detaljnije je prikazan u grafikonu 3.

Grafikon 3. Odnos deviznih kamatnih stopa na tržištu novca u razdoblju 2008. – 2017.



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, grafikon izradio autor

Osim domaće i stranih valuta, na tržištu novca se aktivno trguje trezorskim zapisima u cilju prikupljanja financijskih sredstava uz postizanje najnižeg troška financiranja.

Osim trgovanja na tržištu novca, odakle se financiraju uglavnom banke, sustavno se provode i aukcije trezorskih zapisa koji su jedan od primarnih načina zaduživanja Republike Hrvatske s ciljem osiguravanja sredstava za potrebe rashoda utvrđenih državnim proračunom, uz postizanje najnižeg troška financiranja. U Republici Hrvatskoj, Ministarstvo financija trezorske zapise izdaje na aukcijama u skladu s godišnjim kalendarom izdavanja trezorskih zapisa. Aukcije se raspisuju putem Bloomberg aukcijskog sustava, te se u skladu s tim Ministarstvo financija zadužuje prema unaprijed utvrđenim pravilima.

U daljnjem dijelu rada detaljno će se analizirati zaduživanje putem trezorskih zapisa u periodu od 10 godina, a s rokom dospjeća od 91, 182, 364 dana.

Tablica 4. Rezultati aukcija po vrsti emisije na bazi 91 dan

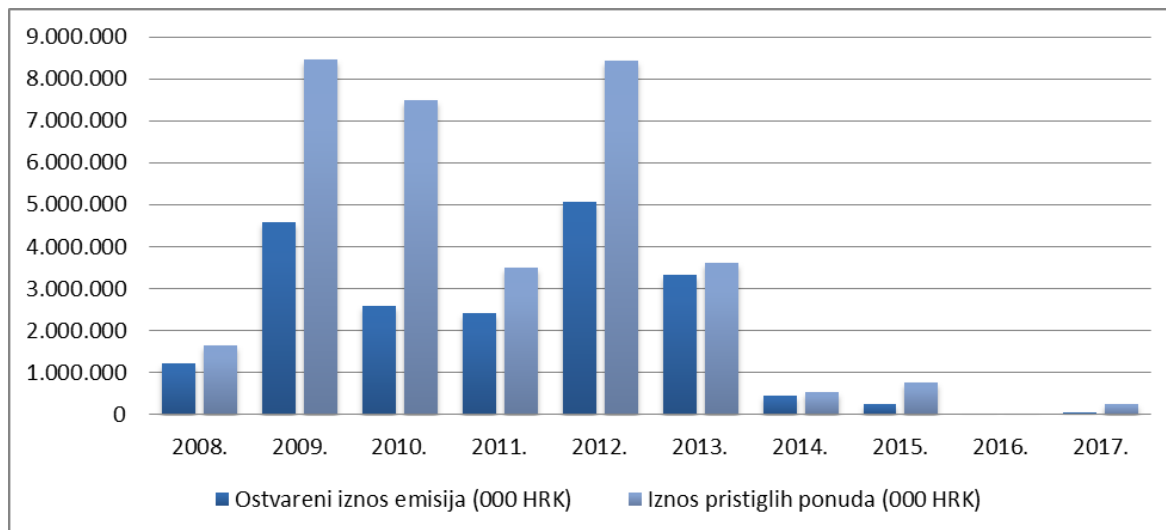
Rezultati aukcija trezorskih zapisa Ministarstva financija (91 dan)							
Godina	Broj emisija/ pristigle ponude	Ostvareni iznos emisija (000 HRK)	Iznos pristiglih ponuda (000 HRK)	Ostvarena jedinствена prodajna cijena	Prosječna kamatna stopa	Najniža kamatna stopa	Najviša kamatna stopa
2008.	39/39	1.215.000	1.647.000	98,92	4,36	3,65	6,00
2009.	32/32	4.573.000	8.465.000	98,38	6,59	4,25	7,60
2010.	31/31	2.581.000	7.501.000	99,46	2,16	1,94	2,50
2011.	19/31	2.427.000	3.487.000	99,33	2,72	1,28	4,60
2012.	27/28	5.060.000	8.432.000	99,27	2,95	1,25	4,50
2013.	20/20	3.328.000	3.622.000	99,75	0,97	0,75	1,14
2014.	14/14	455.000	525.000	99,81	0,48	0,28	0,70
2015.	3/5	250.000	750.000	99,90	0,38	0,28	0,43
2016.	2/2	15.000	15.000	99,90	0,40	0,40	0,40
2017.	1/1	50.000	250.000	99,91	0,20	0,20	0,20

Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

U razdoblju od proteklih 10 godina Ministarstvo financija se putem trezorskih zapisa s rokom dospjeća 91 dan, kroz 188 emisija zadužilo 19 milijardi i 959 milijuna kuna. Na ovaj iznos i broj emisija pristigle su 203 ponude s iznosom od 34 milijarde i 694 milijuna kuna. U godinama 2009. i 2012. zaduživanje je bilo najviše u odnosu na promatrani period s 4 milijarde i 573 milijuna u 2009.-oj godini odnosno 5 milijardi i 60 milijuna u 2012.-oj.

U 2014. godini dolazi do naglog pada financiranja putem trezorskih zapisa s rokom dospjeća do 91-og dana, a taj trend se nastavio i nadolazećim godinama. Tako u zadnje tri godine analize Ministarstvo financija izdalo je samo 8 emisija ovog tipa vrijednosnog papira.

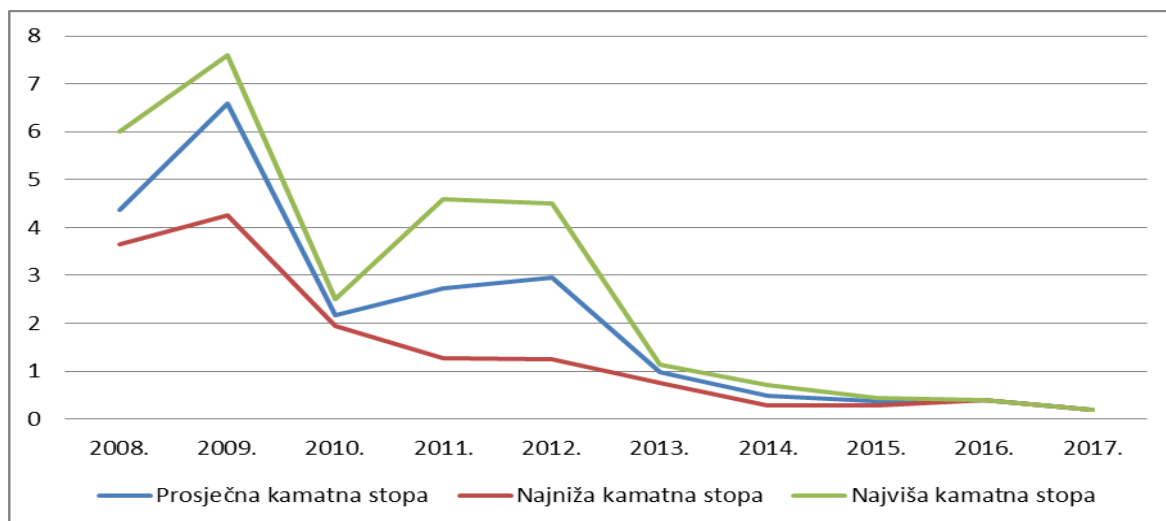
Grafikon 4. Rezultati aukcije trezorskih zapisa (91 dan)



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

Što se tiče kamatne stope trezorskih zapisa s rokom dospijeca od 91log dana u fokusu je opet 2010. godina gdje dolazi do naglog pada u odnosu na prethodnu godinu. Točnije sa 4,25% u 2009. na 1,94% u 2010. što čini razliku od 2,31 p.p.. Iduće tri godine kamatna stopa je porasla, kao i promet, no nakon 2013. godine uslijedili su pad prometa i kamatne stope što se jasno vidi na grafikonima 4. i 5.

Grafikon 5. Odnos kamatnih stopa trezorskih zapisa dospijeca od 91 dan



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

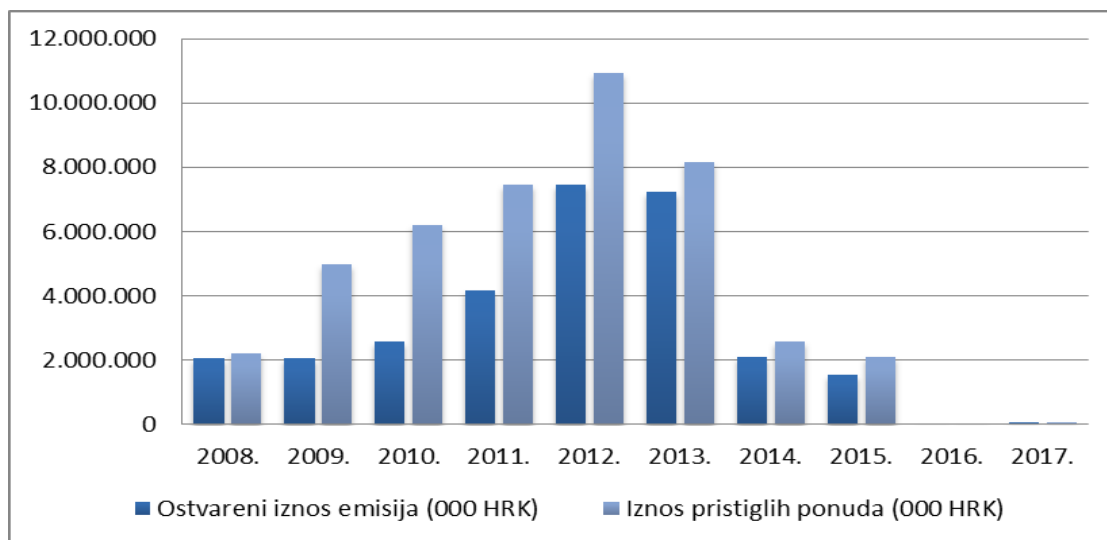
Tablica 5. Rezultati aukcija trezorskih zapisa po vrsti emisije dospijeca od 182 dana

Rezultati aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija (182 dana)							
Godina	Broj emisija/ pristigle ponude	Ostvareni iznos emisija (000 HRK)	Iznos pristiglih ponuda (000 HRK)	Ostvarena jedinstvena prodajna cijena	Prosječna kamatna stopa	Najniža kamatna stopa	Najviša kamatna stopa
2008.	41/41	2.065.000	2.187.000	97,40	5,35	3,95	7,60
2009.	32/32	2.065.000	4.991.000	96,62	7,02	5,00	7,75
2010.	31/31	2.575.000	6.211.000	98,39	3,27	3,00	3,55
2011.	28/28	4.166.000	7.471.000	98,17	3,74	2,15	5,30
2012.	30/30	7.448.000	10.928.000	98,14	3,81	2,10	5,25
2013.	28/28	7.220.000	8.150.000	99,15	1,72	1,20	2,10
2014.	18/18	2.081.000	2.581.000	99,51	0,98	0,60	1,20
2015.	12/14	1.523.000	2.090.000	99,75	0,50	0,40	0,55
2016.	4/4	36.000	41.000	99,78	0,44	0,30	0,50
2017.	2/2	70.000	70.000	99,87	0,27	0,25	0,28

Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

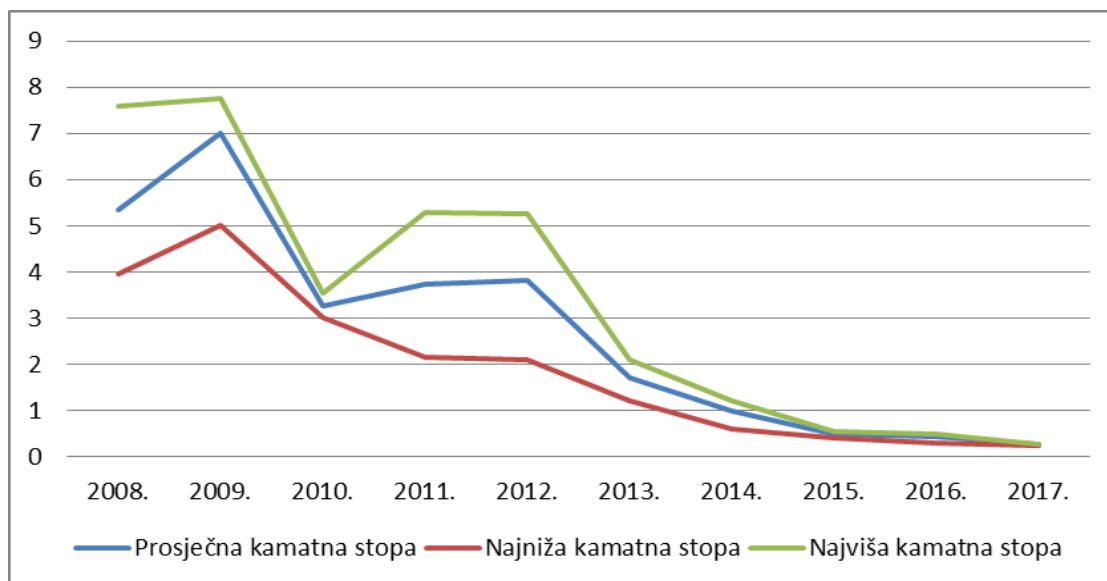
Ministarstvo financija je u razdoblju od 10. godina putem 226 emisija prikupilo 29 milijardi i 249 milijuna kuna. Zbroj pristiglih ponuda u istom razdoblju iznosio je 44 milijarde i 720 milijuna kuna kroz 228 ponuda. Iznos emisija od 2008. godine rastao je da bi u 2012. i 2013. godini dosegao vrhunac sa preko 7 milijardi kuna. Nakon navedenih godina uslijedio je pad, a posljednje dvije godine analize ostvareni iznos emisija zanemarivo je nizak u odnosu na prosjek.

Grafikon 6. Rezultati aukcije trezorskih zapisa (182 dana)



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

Grafikon 7. Odnos kamatnih stopa trezorskih zapisa dospjeća od 182 dana



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

Grafikoni 6. i 7. grafički prikazuju ostvarene iznose emisija i prateću kamatnu stopu za trezorske zapise s rokom dospjeća do 82 dana. Kod kamatne stope ponovno u središtu imamo 2010. i 2013. godinu, odnosno pad kamatne stope, njegov rast i korekcija, te ponor nakon 2013. godine.

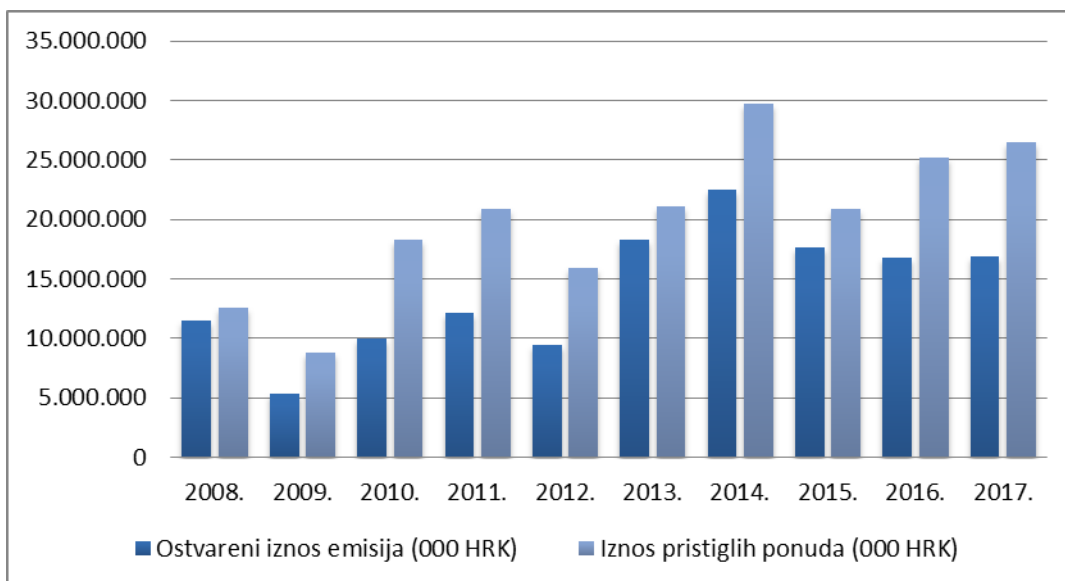
Tablica 6. Rezultati aukcija po vrsti emisije dospjeća od 364 dana

Rezultati aukcije trezorskih zapisa Ministarstva financija (364 dana)							
Godina	Broj emisija/ pristigle ponude	Ostvareni iznos emisija (000 HRK)	Iznos pristiglih ponuda (000 HRK)	Ostvarena jedinstvena prodajna cijena	Prosječna kamatna stopa	Najniža kamatna stopa	Najviša kamatna stopa
2008.	41/41	11.451.000	12.584.000	94,40	5,95	5,00	7,95
2009.	32/41	5.339.000	8.837.000	93,14	7,39	5,99	7,95
2010.	31/31	10.027.000	18.307.000	96,18	3,98	3,49	4,35
2011.	30/30	12.201.000	20.890.000	96,20	3,96	2,60	5,50
2012.	30/29	9.415.000	15.977.000	96,11	4,07	2,60	5,45
2013.	28/28	18.335.000	21.135.000	97,53	4,07	2,40	2,60
2014.	24/24	22.530.000	29.761.000	98,16	1,88	1,50	2,30
2015.	22/23	17.636.000	20.835.000	98,53	1,50	1,47	1,50
2016.	20/20	16.797.000	25.248.000	99,04	0,98	0,65	1,46
2017.	19/19	16.932.000	26.482.000	99,56	0,45	0,20	0,64

Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

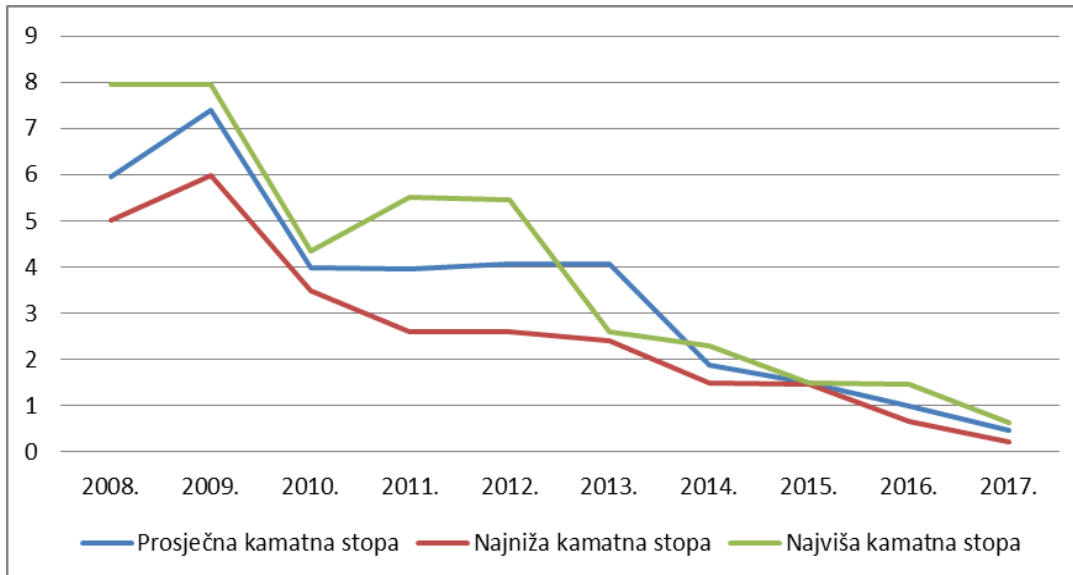
Trezorski zapisi s rokom dospjeća od 364 dana predstavljaju najjači oblik zaduživanja Ministarstva financija na domaćem tržištu, zato ne čudi da ostvareni iznosi aukcija pojedinih mjeseci iznose više nego godišnja zaduženja trezorskih zapisa s dospjećem od 91 i 182 dana. Tako ostvaren iznos emisija u razdoblju analize od 10 godina iznosi 140 milijardi i 660 milijuna kuna, s najvećim ostvarenim iznosom u 2014. godini od 22 milijarde i 530 milijuna kuna. U analiziranom razdoblju navedeni iznos ostvaren je putem 277 emisija na što je stiglo 286 ponuda s iznosom od 200 milijardi i 56 milijuna kuna.

Grafikon 8. Rezultati aukcije trezorskih zapisa dospjeća od 364 dana



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

Grafikon 9. Odnos kamatnih stopa trezorskih zapisa dospjeća od 364 dana



Izvor: podaci preuzeti sa www.mfin.hr, tablicu izradio autor

Kao što je već napomenuto u slučaju trezorskih zapisa sa rokom dospjeća od 91 i 182 dana, prosječna kamatna stopa u 2010 godini bilježi prvi pad. U razdoblju od iduće dvije

godine kamatna stopa raste i stabilizira se, da bi u 2013. godini ponovo bilježila negativan tren koji se nastavio do kraja analiziranog razdoblja.

4.3. Primarno i sekundarno tržište

„S obzirom na to pojavljuju li se vrijednosni papiri prvi put na financijskom tržištu ili se obavlja promet već postojećih vrijednosnih papira, razlikuju se primarna i sekundarna financijska tržišta. Na primarnome financijskom tržištu vrijednosni se papiri pojavljuju prvi put. Riječ je o tzv. emisijskome financijskom tržištu. Na tome tržištu poduzeća i drugi subjekti dolaze do novčanih sredstava potrebnih za svoje poslovanje i ulaganja u ekspanziju. Na sekundarnome financijskom tržištu trguje se postojećim vrijednosnim papirima.“³⁷

Ulogu u nadzoru provedbe i trgovanja na primarnom i sekundarnom tržištu obavljaju Hrvatska narodna banka (HNB) za tržište novca i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) za tržište kapitala. S obzirom da se radi o vrlo važnoj zadaći u općenitom funkcioniranju financijskog tržišta, rad ovih institucija detaljnije će biti obrađen u nastavku.

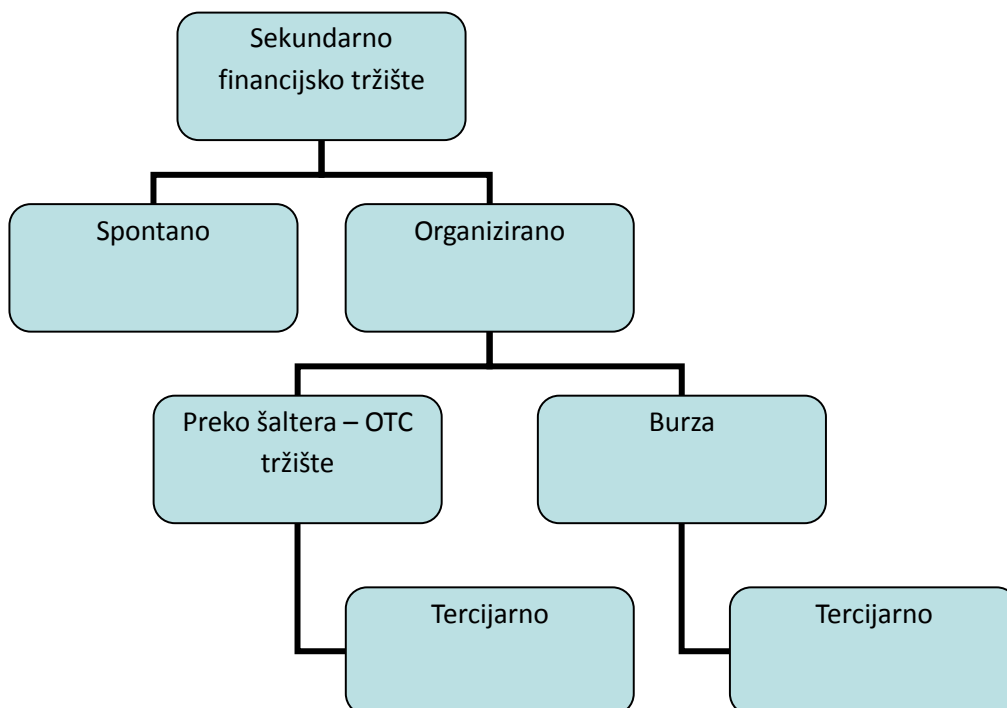
Sekundarno tržište jest tržište na kojem se prethodno izdani vrijednosni papiri mogu preprodati. Sekundarna tržišta imaju znatno veću ulogu od primarnih tržišta jer se na njima, nakon primarne emisije, dalje trguje i obavlja višestruko veći promet kojim se vrši preraspodjela financijskih sredstava. Nadalje, sekundarna financijska tržišta mogu biti organizirana kao burze i kao OTC tržišta.³⁸

U nastavku slijedi podjela sekundarnog tržišta na slici br. 7, te objašnjenja istog.

³⁷ Orsag S., Dedi L., (2014.), Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb

³⁸ OTC tržište je manje formalizirano tržište s nižim kriterijima organiziranosti i pravilima trgovanja

Slika 7. Podjela sekundarnog tržišta



Izvor: Izradio autor

Kod sekundarnog tržišta, podjela se vrši na spontano i organizirano tržište. Kod organiziranog tržišta, burza je strogo formalizirana, te poduzeća moraju zadovoljiti njenim strogim zahtjevima ukoliko žele kotirati svoje vrijednosne papire. Tržište preko šaltera (OTC tržište) nije strogo formalizirano, te se isto smatra dogovornim tržištem. Na oba tržišta provodi se spona između organiziranog trgovanja vrijednosnim papirima na burzi i trgovanja na OTC tržištu što čini tercijarno tržište.³⁹

Kratkoročni vrijednosni papiri najčešće nemaju razvijeno sekundarno tržište. Iznimka su trezorski zapisi, odnosno blagajnički zapisi vlade koje po pravilu emitira Hrvatska narodna banka, a trezorske zapise Republika Hrvatska.

³⁹ Sprčić D., M., (2017.), Osnove financiranja poduzeća, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb

5. ULOGA NADZORNIH INSTITUCIJA NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU REPUBLIKE HRVATSKE

Kao što je u radu već spomenuto, financijska tržišta, ovisno o kriteriju dospelosti financijskih instrumenata dijele se na tržište novca i tržište kapitala. Kako se ovdje radi o dva zasebna tržišta, tako su i različite financijske institucije koje se bave njihovom kontrolom i regulacijom. Tako tržište novca regulira centralna banka, odnosno Hrvatska narodna banka, a tržište kapitala Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

Svako tržište, pa tako i financijska tržišta čini više sudionika. U ovom slučaju radi se o investitorima, komercijalnim bankama, investicijskim društvima, pravnim i fizičkim osobama, nevezano o njihovoj pravnoj i financijskoj strukturi. Jedna stvar koja ih sve povezuje jest da na financijskom tržištu sudjeluju iz vlastitog interesa.

O vlastitom interesu govori Adam Smith u svom djelu „Laissez faire“ davne 1776. godine.⁴⁰ Tako navodi prednosti slobode i kreativnosti vlastitog interesa kroz „nevidljivu ruku“ a regulaciju i kontrolu od strane države putem poreza i nameta kao „vidljivu ruku“. S druge strane nasuprot Adamu Smithu, postoje zagovornici oštrije regulacije tržišta pa makar i na štetu vlastitog interesa kao Richard D. Robinson⁴¹ koji tvrdi „Mora postojati mehanizam koji će prisiliti svakog pojedinca da se pridržava pravila čak i onda kad su u suprotnosti s njegovim neposrednim interesima.“⁴²

5.1. Uloga Hrvatske narodne banke na tržištu novca

Hrvatska narodna banka je središnja monetarna institucija u Republici Hrvatskoj što je utvrđeno Ustavom Republike Hrvatske. Središnja banka je najznačajnija financijska institucija svake države, te kao takva predstavlja vrhovnu instituciju nad svim bankama unutar države. Središnja banka ima monetarnu vlast u državi, a u provođenju svoje monetarne i kreditne politike koristi se određenim instrumentima kojima nastoji utjecati na ostvarivanje najvažnijih ekonomskih i strateških ciljeva zemlje. Osamostaljenjem Republike Hrvatske,

⁴⁰ Omrčen M., Tajna nevidljive ruke, Hrvatsko kulturno vijeće, Zagreb, 2013.

⁴¹ Forman F., The Adam Smith Review, Taylor & Francis, 2016., str. 36

⁴² Foley B., Tržišta kapitala, Mate d.o.o., Zagreb, 2009., str. 200

1991. godine osnovana je Narodna banka Hrvatske kao središnja banka koja je proizašla iz Narodne banke Jugoslavije, da bi se 1997. godine preimenovala u Hrvatsku narodnu banku.

Hrvatska narodna banka središnja je banka Republike Hrvatske i sastavni je dio Europskog sustava središnjih banaka. Osnovni cilj HNB-a jest održavanje stabilnosti cijena, pri čemu HNB vodi računa i o stabilnosti financijskog sustava u cjelini. Hrvatska narodna banka vodi monetarnu politiku, upravlja međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske, izdaje hrvatski novac - kunu, izdaje odobrenja za rad kreditnim institucijama, kreditnim unijama te institucijama za platni promet i elektronički novac te nadzire njihovo poslovanje. HNB također izdaje odobrenja za rad ovlaštenim mjenjačima.⁴³

U ostvarivanju svog cilja i obavljanju svojih zadataka, Hrvatska narodna banka samostalna je i neovisna, a izvješća o svom djelovanju podnosi Hrvatskom saboru. Tu samostalnost garantira joj članak 130. Ugovora o Europskoj Uniji⁴⁴ kojim se jamči neovisnost nacionalnih središnjih banaka Europske unije.

Neovisnost središnje banke obuhvaća više aspekata: funkcijsku, institucionalnu, osobnu i financijsku neovisnost. Funkcijska neovisnost podrazumijeva jasno definiran cilj i samostalnost u odabiru mjera i instrumenata za njegovo ostvarivanje. Institucionalna neovisnost znači da središnja banka donosi odluke neovisno o utjecaju drugih institucija. Osobna neovisnost jamči zaštitu dužnosnika HNB-a od vanjskih pritisaka, isključuje sukobe interesa i precizno definira uvjete za izbor i razrješenje guvernera i drugih članova savjeta HNB-a. Financijska neovisnost HNB-a implicira mogućnost autonomnog pribavljanja financijskih sredstava za potrebe ostvarivanja svog mandata, pri čemu prihode i rashode određuje narav monetarne politike.⁴⁵

Kako bi provela monetarnu i deviznu politiku HNB utvrđuje mjere i instrumente koji su potrebni za reguliranje kreditne aktivnosti i likvidnosti banaka te za reguliranje količine novca u optjecaju. Osnovni cilj među ostalim ciljevima HNB-e kao banke svih banaka je postizanje i održavanje utvrđene razine cijena. Hrvatska narodna banka obvezna je podupirati

⁴³ www.hnb.hr, pristupljeno dana 05.04.2018. godine

⁴⁴ Pročišćene inačice ugovora o Europskoj uniji i ugovora o funkcioniranju Europske unije, br. 2010/c, 83/01

⁴⁵ www.hnb.hr, pristupljeno dana 05.04.2018. godine

gospodarsku politiku Republike Hrvatske te djelovati u skladu s načelima otvorenog tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije.

Jedna od najvažnijih odredbi iz Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (Narodne novine br. 75/08, 54/13) je da Hrvatska narodna banka ne može odobravati kredite Republici Hrvatskoj, izvanproračunskim fondovima Republike Hrvatske, jedinicama lokalne i područne (regionalne) samouprave i drugim javnim tijelima u Republici Hrvatskoj, niti smije izravno od njih kupovati njihove dužničke instrumente.⁴⁶

Osim osnovnog cilja, Hrvatska narodna banka također sudjeluje u nadzoru tržišta novca i to kroz sljedeće radnje.

- Održava stabilnost tečaja kune prema euru kako bi mogla ostvariti svoj temeljni cilj, a to je stabilnost cijena. Hrvatska provodi režim upravljanoga fluktuirajućeg tečaja. To znači da tečaj nacionalne valute nije fiksiran prema nekoj stranoj valuti ili košarici valuta, već se slobodno formira na deviznom tržištu.
- HNB iskazuje i nadzire podatke o trgovanju depozitima banaka te zaključenim repo transakcijama po rokovima i skupinama protustranaka. Također se iskazuju i nadziru podaci o trgovanju trezorskim zapisima Ministarstva Financija Republike Hrvatske.
- Upravljanje likvidnošću središnje banke podrazumijeva osiguravanje ponude likvidnosti bankarskom sustavu koja će omogućiti održavanje kamatne stope na prekonoćnom međubankarskom tržištu unutar kamatnog raspona. To se postiže operacijama na otvorenom tržištu i zahtjeva prognozu likvidnosti bankovnog sustava.

⁴⁶ Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, Narodne novine br. 75/08, 54/13

5.2. Uloga Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga na tržištu kapitala

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) nastala je temeljem Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga.⁴⁷ HANFA je najvažnija nadzorna institucija na tržištu kapitala i njezina se funkcija izjednačuje s Hrvatskom narodnom bankom koja predstavlja najvažniju nadzornu i regulativnu instituciju na tržištu novca.

Prema Zakonu o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, temeljni ciljevi HANFA-e su promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava, te nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora. HANFA se u ostvarivanju ciljeva rukovodi načelom transparentnosti, izgradnji povjerenja među sudionicima financijskog tržišta i izvještavanju potrošača.⁴⁸

U obavljanju svojih javnih ovlasti HANFA je ovlaštena:⁴⁹

- a) donositi provedbene propise na temelju Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, zakona koji uređuju tržište kapitala, investicijske i druge fondove, preuzimanje dioničkih društava, mirovinska osiguravajuća društva, leasing društva, osiguranje i reosiguranje te financijske usluge, kao i drugih zakona kada je to tim zakonima ovlaštena,
- b) obavljati nadzor poslovanja subjekata nadzora utvrđenih u propisima iz stavke a) pravnih osoba koje se bave poslovima faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti, te nalagati mjere za uklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti,
- c) izdavati i oduzimati dozvole, odobrenja, licencije i suglasnosti za koje je ovlaštena na temelju posebnih propisa iz točke 1.,
- d) poticati, organizirati i nadgledati mjere za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta,
- e) voditi knjige, evidencije i registre u skladu s odredbama Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i posebnih propisa iz točke 1.,

⁴⁷ Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, Narodne novine, 140/05, 154/11 i 12/12

⁴⁸ Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 82

⁴⁹ www.hanfa.hr, pristupljeno dana 10.04.2018. godine

- f) predlagati inicijative za donošenje zakona i drugih propisa te informirati javnost o načelima po kojima djeluju financijska tržišta,
- g) donositi podzakonske akte radi propisivanja uvjeta, načina i postupaka za jedinstveno obavljanje nadzora unutar svog djelokruga i nadležnosti te poduzimati druge mjere i obavljati druge poslove u skladu sa zakonskim ovlaštenjima,
- h) izvješćivati ostala nadzorna, upravna i pravosudna tijela o svim pitanjima koja se neposredno ili posredno tiču njihove nadležnosti i djelokruga, povodom postupaka koji se vode pred tim tijelima, a u vezi su s postupcima iz djelokruga i nadležnosti Hanfe,
- i) davati mišljenja o provedbi Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga i posebnih propisa iz točke 1. na zahtjev stranaka u postupku ili osoba koje dokažu svoj pravni interes.

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga je najmlađa agencija. HANFA obavlja nadzor isključivo na tržištu kapitala, dok ulogu nadzora nad tržištem novca ima Hrvatska narodna banka. Sličnu raspodjelu odgovornosti imaju i institucije u Sloveniji, ali i SAD, dok u Njemačkoj, Velikoj Britaniji i Mađarskoj djeluje jedinstvena institucija koja nadzor obavlja kako na tržištu kapitala tako i na tržištu novca, što znači da su aktivnosti tih institucija usmjerene prema aktivnostima središnjih banaka.⁵⁰

⁵⁰ Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 86

6. ANALIZA UDJELA U NOVČANOM INVESTICIJSKOM FONDU

Kako bi se lakše razumjelo što je to novčani fond i općenito značenje njegove strukture i djelovanja, dotaknut će se temeljni investicijski pojmovi kako u Republici Hrvatskoj tako i u svijetu.

Na financijskom tržištu najvažniju ulogu čine sami ulagači, investitori. Bez njihove aktivnosti ne bi postojala potreba za tržištima kapitala i novca. Tako se investitori dijele na nekoliko kategorija, a jedna od njih je podjela na pojedinačne investitore (fizičke osobe), pravne osobe i institucionalne investitore. Tako su pojedinačni investitori fizičke osobe, s više ili manje financijske pismenosti, koje samostalno ili uz savjet ovlaštenih osoba kupuju i prodaju vrijednosne papire.

Tržišna sloboda i organizacija omogućava fizičkim osobama sudjelovanje na tržištima iako jest njihov doprinos minoran u usporedbi sa institucionalnim investitorima. Razlog tomu jest sama struktura i sastav institucionalnih investitora, u koje se ubrajaju investicijski fondovi (najjači financijski posrednici), mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i dr.

Ako se raščlane bilo koji od navedenih institucionalnih investitora, doći će se ponovno do jedinke, odnosno do velikog broja individualnih fizičkih investitora, no za razliku od fizičkih investitora pojedinaca, oni sudjeluju pod udruženjem ili zasebnom pravnom osobom. Potonji oblik čini ih zatvorenim tipom u odnosu na otvorene tipove, a investicijska snaga im omogućava jaču investicijsku moć i veću diverzifikaciju portfelja, umanjujući rizike kroz ulaganje u širi spektar vrijednosnih papira.

6.1. Vrste investicijskih fondova

Postojanje "pravih" investicijskih fondova seže čak u 1868. godinu, kada je u Velikoj Britaniji osnovan prvi fond zatvorenog tipa, danas poznat kao Foreign and Colonial Investment Trust. Više od pola stoljeća kasnije, točnije 1931. godine, kompanija M&G osnovala je prvi otvoreni fond, također u Velikoj Britaniji. Oba fonda izrasla su u moćne

financijske grupe koje i dan danas upravljaju brojnim investicijskim i mirovinskim fondovima te životnim osiguranjima širom svijeta.⁵¹

Prvi investicijski fondovi u Americi osnovani su dvadesetih godina prošlog stoljeća. Od svoje pojave pa do danas zabilježili su nevjerojatan uspjeh o čemu svjedoči i brojka od približno 83 milijuna Amerikanaca u čak 48% kućanstava koji danas posjeduju udjele u investicijskim fondovima.

Drugdje se pak kao prvi investicijski fond spominje 1822. godina u Nizozemskoj kada je kralj William I osnovao prvi „investment trust“ s namjerom ulaganja na inozemnom tržištu. U Hrvatskoj investicijski fondovi su započeli s djelovanjem 1995. godine.

Nakon što investitori donesu odluku u koji tip navedenih investicijskih fondova će ulagati, uplaćuju sredstva u isti putem financijskih posrednika. Nadalje, s njihovom imovinom upravlja fond menadžer (portfelj menadžer) iza kojeg stoji tim analitičara i stručnjaka koji procjenjuju stanje na burzama. Ovakvom organizacijom osnivač fonda preuzima na sebe profesionalno upravljanje, a to je jedna od najznačajnijih karakteristika i pogodnosti investicijskih fondova za razliku od ulaganja u dionice, gdje investitor treba sam pratiti cijene dionica na tržištu i sukladno tome donositi odluke o kupnji, zadržavanju ili prodaji istih.

Vlasnik udjela u investicijskom fondu sve odluke o kupnji (kada kupiti koju dionicu) i prodaji (kada prodati, koju dionicu) vrijednosnih papira „prenosi“ na fond managera. Za ovakav tip investiranja investitor ne mora pratiti kretanje cijena dionica, niti posjedovati analitičarska znanja i iskustva u trgovanju sa vrijednosnim papirima, što može biti dvosjekli mač. Iako su fond manageri stručne osobe, obučene za rad i analizu financijskih tržišta ponekad donose i pogrešne odluke. Tako nije rijedak slučaj da investicijski fondovi posluju negativno odnosno s gubitkom.

Imovina u fondu ovisi o vrijednosnim papirima u dotičnom fondu. Ako ti vrijednosni papiri pokazuju velika kolebanja u cijeni, imovina fonda proporcionalno tome raste ili pada, a time i udjel dobiva odnosno gubi na vrijednosti. Zbog toga je od velike važnosti izbor fonda s

⁵¹ www.globalinvest.hr, pristupljeno dana 20.04.2018. godine

profilom rizika koji odgovara investitoru. U pravilu, što je dulje vrijeme ulaganja to je novac sigurniji.

Prije nego što investitor počne ulagati, potrebno je kreirati plan ulaganja, i sukladno tome uvrstiti isto u rizično – prihodni razred, kao i isplanirati vremenski period u kojem planira investirati.

6.1.1. Otvoreni investicijski fond

U današnjem svijetu, investicijski fondovi se dijele na otvorene i zatvorene. Otvoreni investicijski fond je zasebna imovina, bez pravne osobnosti, što ga uz odobrenje HANFA-e osniva društvo za upravljanje fondovima, kojemu je predmet poslovanja isključivo prikupljanje novčanih sredstava izdavanjem i javnom prodajom dokumenata o udjelu u fondu čija se sredstva ulažu u skladu s odredbom Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (Narodne novine 44/16) i čiji vlasnici udjela imaju pravo, pored prava na razmjerni udio u dobiti fonda, u svako doba zahtijevati isplatu dokumenata o udjelu, uz njegov povrat i na taj način istupiti iz fonda.

Dokument o udjelu u fondu mora sadržavati:⁵²

- a) naznaku da se radi o otvorenom fondu,
- b) ime fonda, tvrtku i sjedište društva za upravljanje fondovima,
- c) serijski broj dokumenta o udjelu,
- d) broj udjela u imovini fonda na koje glasi dokument o udjelu,
- e) ime kupca dokumenta o udjelu,
- f) obveze izdavatelja, odnosno prava vlasnika dokumenta o udjelu,
- g) mjesto i nadnevak izdavanja,
- h) potpise ovlaštenih osoba društva za upravljanje fondovima i depozitne banke.

Zavisno od ulaganja u pojedine vrste vrijednosnih papira, otvoreni investicijski fondovi se dijele na sljedeće:⁵³

⁵² Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 110

⁵³ Ibid, str. 111

1. Dioničke fondove,
2. Obvezničke fondove,
3. Mješovite ili uravnotežene fondove,
4. Novčane fondove.

U tablici br. 7. prikazat će se stupnjevi rizika ulaganja u otvorene investicijske fondove s obzirom da rizik ulaganja u pojedini oblik otvorenog investicijskog fonda zavisi od vrste vrijednosnog papira koji prevladava u strukturi fonda. Rizik ulaganja je najveći kod dioničkih fondova, zatim slijede mješoviti fondovi. Najniži rizik ulaganja je prisutan kod novčanih fondova.

Tablica 7. Ocjena rizika otvorenih investicijskih fondova

VRSTA FONDOVA	Ocjena rizika
Dionički	Vrlo visoka
Mješoviti	Visoka
Obveznički	Umjerena
Novčani	Mala

Izvor: Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 112

„Fondovi dionica specijalizirani su za ulaganje u dionice društava. Mogu se osnivati kao aktivno upravljani investicijski fondovi ili kao pasivno upravljani investicijski fondovi. Povijesno nose najviši prinos uz najveći rizik koji je predstavljen oscilacijama realiziranog i prosječnog prinosa.

Fondovi obveznica ulažu u obveznice i s njima izjednačene vrijednosne papire (vrijednosne papire s fiksnim prinosom). Fondovi obveznica nose niže, ali i sigurnije prinose.

Mješoviti fondovi mogu investirati u dionice (obične i preferencijalne), obveznice i druge instrumente s fiksnim prinosima. Oni kombiniraju šanse rasta dionica i manjeg rizika

financijskih instrumenata s čvrstim приходима, pa se po svojim profitno rizičnim obilježjima nalaze između fondova dionica i fondova obveznica.

Novčani fondovi specijalizirani su za ulaganja u instrumente tržišta novca. Oni imaju najniže, ali ujedno i najsigurnije prinose. Uz investicijske fondove koji ulažu u utržive vrijednosne papire javljaju se i oni koji ulažu u nekretnine, zlato i druge plemenite metale, zatim fondovi specijalizirani za ulaganje u udjele drugih investicijskih fondova te različiti fondovi specijalizirani za ulaganje u različite financijske izvedenice.⁵⁴

6.1.2. Zatvoreni investicijski fond

Zatvoreni investicijski fond jest dioničko društvo što ga uz odobrenje HANFA-e osniva i njime upravlja društvo za upravljanje fondovima, kojemu je predmet poslovanja isključivo prikupljanje novčanih sredstava i imovinskih stvari javnom ponudom svojih neograničeno prenosivih dionica i ulaganje tih sredstava, uz uvažavanje načela iz zakona.

Dionice zatvorenog investicijskog fonda glase na ime i neograničeno su prenosive. Zatvoreni investicijski fond ne smije izdavati povlaštene dionice niti dionice s različitim pravima. Dionice fonda mogu se uplatiti u novčanim sredstvima, vrijednosnim papirima i pravima te moraju biti u cijelosti uplaćene prije nego što se osnivanje zatvorenog investicijskog fonda upiše u sudski registar ili upisa povećanja temeljnog kapitala.⁵⁵

Zatvoreni investicijski fondovi imaju niže godišnje naknade za upravljanje, nego što je to slučaj s otvorenim investicijskim fondovima zbog toga što otvoreni investicijski fondovi imaju veće troškove reklamiranja, odnosno marketinga.⁵⁶

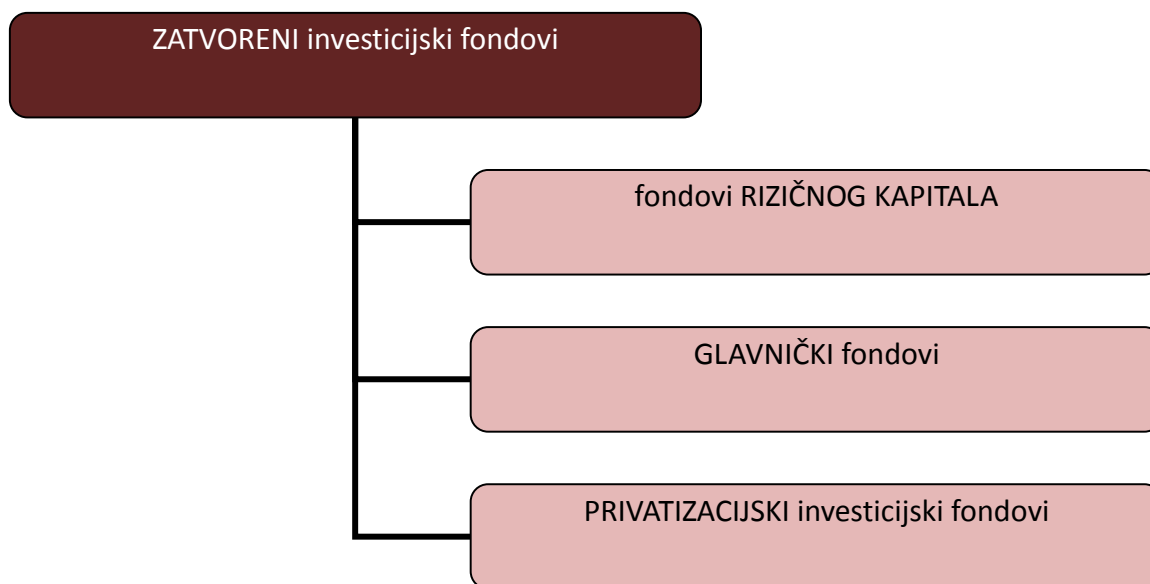
S obzirom na spomenute vrste otvorenog investicijskog fonda, na slici br. 8 prikazane su vrste zatvorenog investicijskog fonda.

⁵⁴ Orsag S., Dedi L., Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 93

⁵⁵ Klačmer Čalopa M., Cingula M., Financijske institucije i tržište kapitala, FOI Varaždin, 2009., str. 113

⁵⁶ Foley B., Tržišta kapitala, Mate d.o.o., Zagreb, 2009., str. 191.

Slika 8. Zatvoreni investicijski fondovi



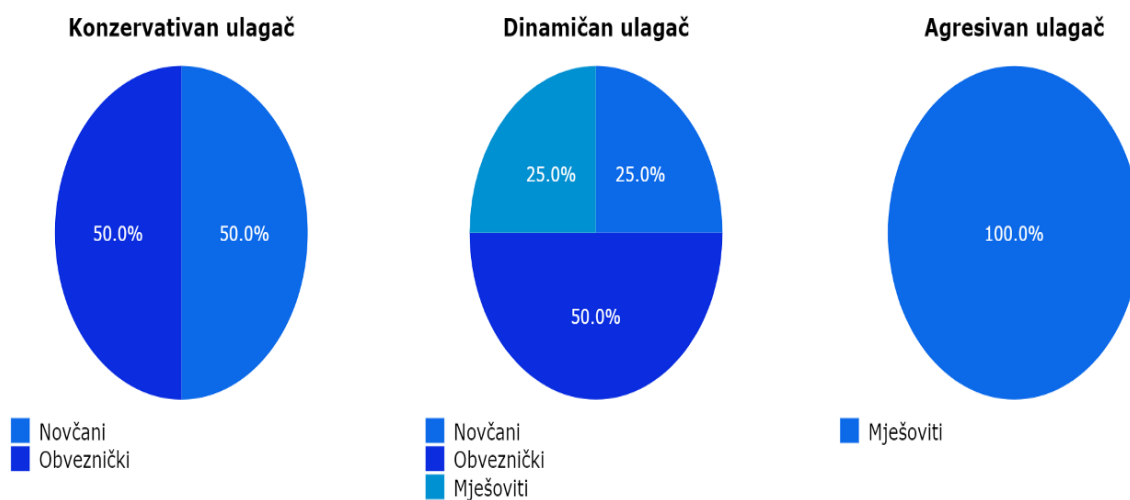
Izvor: Orsag S., Dedi L., Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 91

„Fondovi rizičnog kapitala su fondovi specijalizirani za ulaganja u rizični kapital. Specijaliziraju se prema određenim fazama razvoja i rasta malih i srednjih brzorastućih poduzeća. Tako postoje fondovi specijalizirani za ulaganje u osnivanje takvih poduzeća, zatim oni koji će financirati njihovo poslovanje u različitim fazama rasta, pa sve do financiranja rasta koji će rezultirati izlaženjem u javnost tako naraslog društva. Glavnički ili dionički fondovi su investicijski fondovi specijalizirani za ulaganje u dionice društava. Mogu se osnivati i prema ulaganjima u različite skupine dioničkih društava. Posebni zatvoreni fondovi jesu privatizacijski investicijski fondovi koji se osnivaju u tranzicijskim zemljama u procesu privatizacije državnog ili društvenog vlasništva. Tako i ovi fondovi spadaju u skupinu glavničkih fondova.“⁵⁷

Dalje u radu prikazat će se s kojim rizicima se svaki investitor susreće na financijskim tržištima s obzirom na kratkoročne, srednjeročne i dugoročne planove investiranja, te na vrstu investicijskog fonda u koji ulaže.

⁵⁷ Orsag S., Dedi L., Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb, 2014., str. 88

Slika 9. Kratkoročni plan investiranja do 2 godine



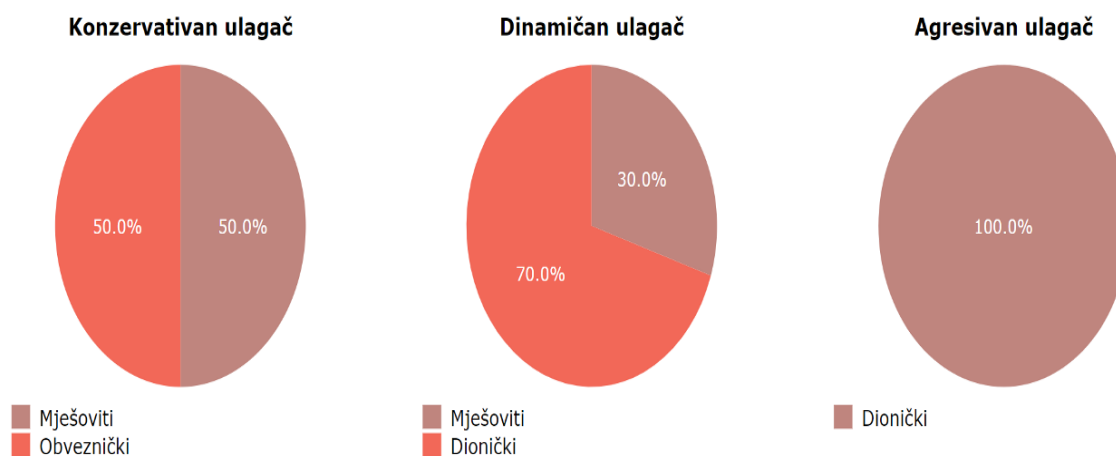
Izvor: www.hrportfolio.hr, pristupljeno dana 05.04.2018. godine

Slika 10. Srednjeročni plan investiranja - 2 do 5 godina



Izvor: www.hrportfolio.hr, pristupljeno dana 05.04.2018. godine

Slika 11. Dugoročni plan investiranja - 5 godina ili više



Izvor: www.hrportfolio.hr, pristupljeno dana 05.04.2018. godine

Ulaganje u bilo koji od navedenih fondova pretpostavlja preuzimanje određenih rizika. Općenito, rizik ulaganja na financijskim tržištima je vjerojatnost ili mogućnost da prinos od ulaganja bude nezadovoljavajući ili negativan. Nezadovoljavajući ili negativan prinos prvenstveno može nastati kao posljedica sljedećih, temeljnih rizika:⁵⁸

- a) rizik promjene cijena financijskih instrumenata (tržišni rizik)
- b) rizik promjene tečaja (valutni rizik)
- c) kreditni rizik
- d) rizik likvidnosti
- e) rizik promjene poreznih propisa

Imovina fonda investira se sukladno strategiji i ograničenjima ulaganja koja su navedena u prospektu fonda za financijske instrumente, a čija je cijena promjenjiva ovisno o dnevnim promjenama. Pad cijene pojedinog financijskog instrumenta u koji je uložena imovina fonda može dovesti do smanjenja prinosa na ulaganje odnosno do tržišnog rizika (rizik promjene cijene financijskih instrumenata).

⁵⁸ www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 28.04.2018. godine

Imovina fonda kod rizika promjene tečaja tj. valutnog rizika može biti uložena u financijske instrumente denominirane u različitim valutama, čime se taj dio imovine izlaže riziku promjene tečaja pojedine valute u odnosu na kunu obračunsku valutu u kojoj se mjeri prinos na ulaganje u fondu.⁵⁹

Kreditni rizik predstavlja vjerojatnost da izdavatelj financijskog instrumenta, koji je dio portfelja fonda, svoje nastale obveze neće u cijelosti ili djelomično podmiriti, što bi negativno utjecalo na likvidnost i vrijednost imovine fonda.

Rizik likvidnosti predstavlja nemogućnost brze prodaje financijske imovine po cijeni približno jednakoj fer vrijednosti te imovine, dok rizik promjene poreznih propisa označava vjerojatnost da se porezni propisi u Republici Hrvatskoj ili inozemstvu, promijene na način koji bi negativno utjecao na prinos fonda.

S obzirom na navedene rizike, pojam diverzifikacije objašnjava da je potrebno investirati u što više vrijednosnih papira, te da isto predstavlja prednost kod ulaganja što i je glavna značajka fondova koji investiraju u veliki broj različitih vrijednosnih papira (dionice poduzeća, obveznice), u različite gospodarske grane, te u različitim geografskim područjima.

6.2. Investicijski novčani fondovi

Investicijski novčani fondovi su niskorizični financijski instrumenti kojima je cilj i svrha stabilan prinos kroz ulaganja u depozite banaka, instrumente tržišta novca i kratkoročne vrijednosne papire najpouzdanijih izdavatelja. Kod ovog tipa financijskog instrumenta rast imovine je spor, ali zbog strukture ulaganja stabilan i zaštićen od tržišnih oscilacija.

Razlika između investicijskih novčanih fondova u odnosu na ostale investicijske fondove (dioničke, mješovite, obvezničke) jest u vrsti ulaganja, riziku i volatilnosti. Na temelju empirijskih rezultata utvrđuje se kako su dionički i obveznički fondovi nešto rizičniji od novčanih jer se za razliku od ulaganja u trezorske zapise i bankovne depozite ulaže u dionice i obveznice poduzeće i države. Trezorski zapisi, kako je već obrađeno u radu

⁵⁹ Ibid, pristupljeno dana 28.04.2018. godine

predstavljaju najsigurniji tip dugoročnog ulaganja čime su njegova volatilnost i prinosi također niski.

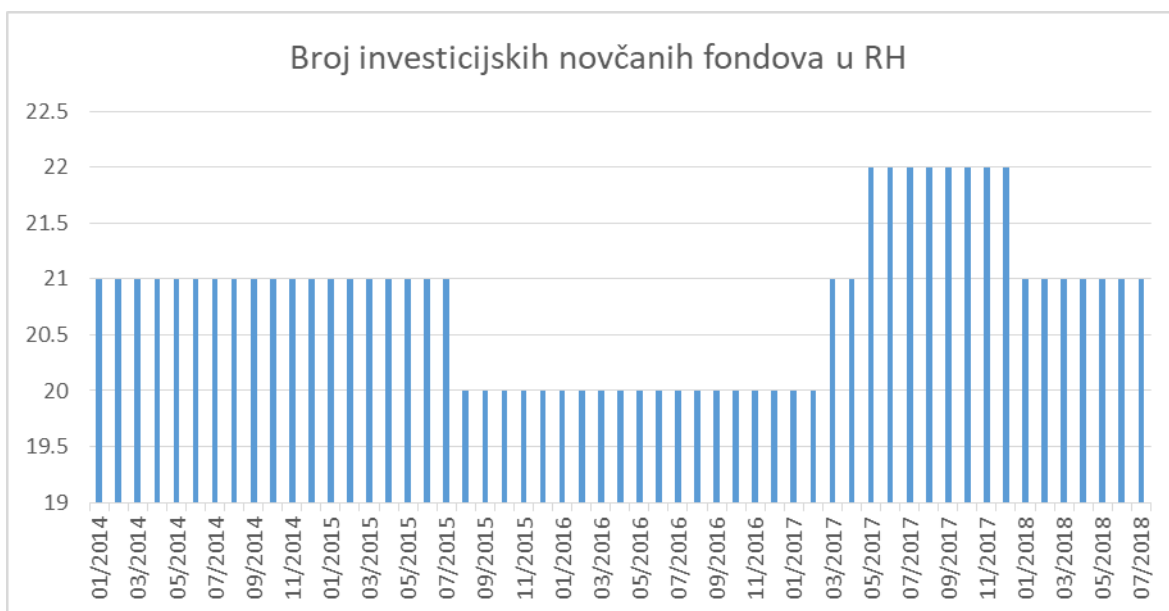
UCITS fond je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom koji osniva društvo za upravljanje UCITS fondovima te, poštujući načela razdiobe rizika, ulaže zajedničku imovinu ulagatelja, prikupljenu javnom ponudom udjela u UCITS fondu, u likvidnu financijsku imovinu u skladu s odredbama Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, prospekta i pravila toga fonda. Udjeli u UCITS fondu se na zahtjev ulagatelja otkupljuju iz imovine toga fonda.⁶⁰

Kao što je već rečeno u radu, imovinom investicijskih fondova, pa tako i novčanih investicijskih fondova raspolažu društva za upravljanje investicijskim fondovima. U Republici Hrvatskoj postoji 91 UCITS fond, s kojima upravlja četrnaest društava ovlaštenih od strane HANFA-e za upravljanje fondovima. Imovina fondova varira od fonda do fonda, no to su pretežito razlike u omjeru ulaganja između trezorskih zapisa i bankarskih depozita.

U grafikonu br. 10 prikazat će pojedinačan broj investicijskih novčanih fondova za razdoblje od 2014. do 2018. godine.

⁶⁰hanfa.hr, pristupljeno dana 25.08.2018. godine

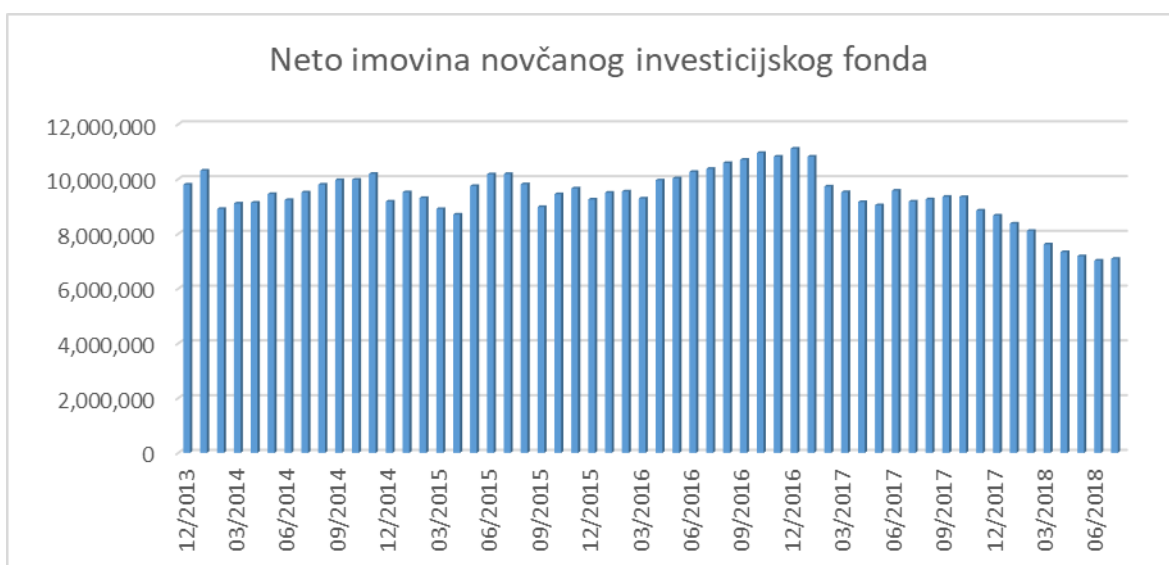
Grafikon 10. Investicijski novčani fondovi



Izvor: www.hanfa.hr, pristupljeno dana 04.09.2018. godine

U grafikonu br. 11 prikazat će se neto imovina novčanog investicijskog fonda za razdoblje od 2013. do 2018. godine izražena u tisućama HRK gdje se prikazuje koliko novčani investicijski fond ima svojih resursa temeljem ulaganja u fond.

Grafikon 11. Neto imovina novčanog investicijskog fonda u RH (u 000 HRK)



Izvor: www.hanfa.hr, pristupljeno dana 04.09.2018. godine

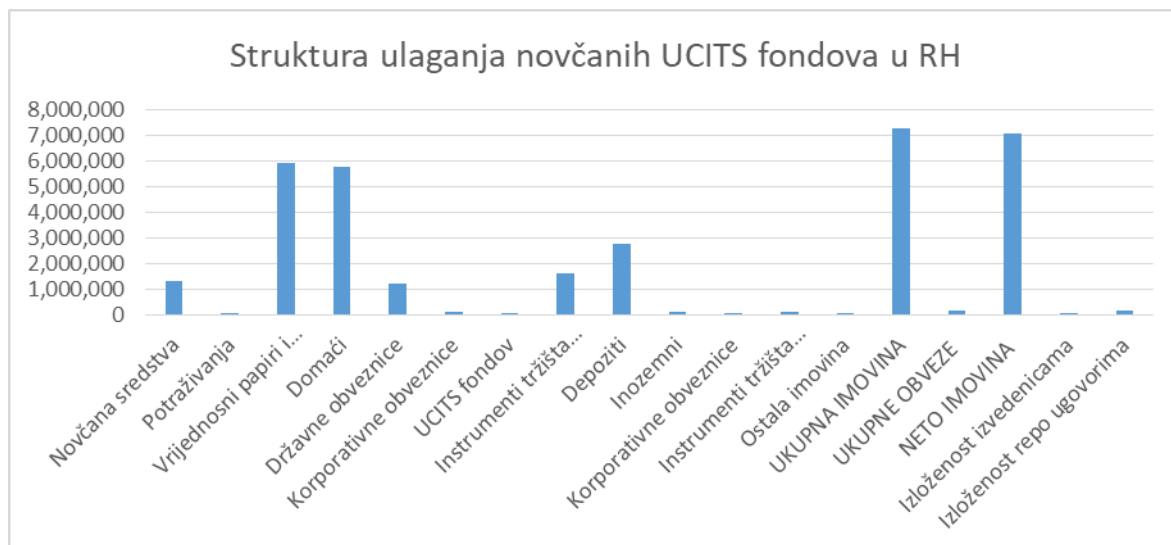
U tablici br. 8 prikazat će se prosječna struktura ulaganja svih novčanih investicijskih fondova u RH za posljednje dostupno razdoblje, odnosno za mjesec srpanj 2018. godine, te će se isto grafički prikazati.

Tablica 8. Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u RH

Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova	
<i>Vrsta imovine</i>	<i>07/2018</i>
Novčana sredstva	1,308,720
Potraživanja	37,944
Vrijednosni papiri i depoziti	5,896,350
<i>Domaći</i>	5,769,899
Dionice + GDR	0
Državne obveznice	1,236,836
Municipalne obveznice	0
Korporativne obveznice	109,965
AIF	0
UCITS fondov	40,051
Instrumenti tržišta novca	1,634,368
Depoziti	2,748,681
<i>Inozemni</i>	126,450
Dionice	0
Državne obveznice	0
Municipalne obveznice	0
Korporativne obveznice	18,847
AIF	0
UCITS fondovi i OIF s javnom ponudom	0
Instrumenti tržišta novca	107,603
Depoziti	0
Ostala imovina	211
UKUPNA IMOVINA	7,243,225
UKUPNE OBVEZE	155,525
NETO IMOVINA	7,087,700
Izloženost izvedenicama	440
Izloženost repo ugovorima	181,628

Izvor: www.hanfa.hr, pristupljeno dana 04.09.2018. godine

Grafikon 12. Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u RH



Izvor: www.hanfa.hr, pristupljeno dana 04.09.2018. godine

6.3. Analiza PBZ novčanog investicijskog fonda

U ovome dijelu rada analizirat će se jedan od novčanih fondova, točnije PBZ-invest novčani fond koji sudjeluje u Republici Hrvatskoj na tržištu novca. PBZ invest novčani fond sudjeluje na tržištu uz još dvadesetak novčanih fondova, a radi se o tipu otvorenog investicijskog fonda s javnom ponudom.

Stjecanjem udjela fonda, vlasnik stječe i prava i obveze koja su mu zajamčena zakonom, a to su:

- pravo na obavještenost (polugodišnji i godišnji revidirani izvještaji)
- pravo na udio u dobiti (koja se politikom društva automatski reinvestira)
- pravo na otkup udjela fondu, odnosno obveza otkupa udjela
- pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske mase fonda

6.3.1. Struktura ulaganja fonda

PBZ Novčani fond je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom, odnosno UCITS fond⁶¹ koji je denominiran u hrvatskim kunama. Novčani fond je osnovan 31.03.1999. godine, na neodređeno vrijeme.

Investicijski cilj fonda je sigurno plasirati prikupljena sredstva, te osigurati stalnu likvidnost uloga ulagatelja, uz što veću profitabilnost ulaganja, dok je investicijska politika fonda primarno ulaganje u novčane depozite kod kreditnih institucija, te instrumente tržišta novca izdane od Republike Hrvatske i tijela javne vlasti Republike Hrvatske.⁶²

Kako je već napomenuto u radu, odlika novčanih fondova jest niska rizičnost uz niske prihode. Tako i politika PBZ novčanog fonda dopušta ulaganje u novčane depozite kod kreditnih institucija, u državne dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca izdane od Republike Hrvatske i tijela javne vlasti Republike Hrvatske, u novčane UCITS fondove koji su registrirani u državama članicama EU i ostalim državama članicama OECD⁶³, u opcijske i termenske ugovore, i druge financijske izvedenice, te u REPO poslove.

Sukladno politici ulaganja, struktura ulaganja fonda sastoji se prvenstveno u ulaganjima u depozite, te trezorske zapise ministarstva financija. Ovi podaci variraju iz mjeseca u mjesec, no sama srž niskorizičnih oblika investiranja ostaje ista, što je vidljivo iz sljedećih grafikona strukture ulaganja fonda prema podacima iz ožujka 2018. godine.

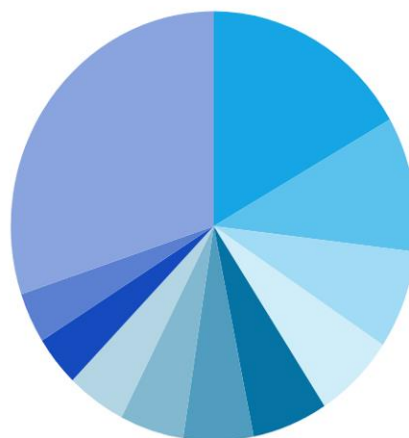
⁶¹ UCITS – eng. skr. od Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (hrv. subjekt za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire). U hrvatskoj regulativi u službenoj je upotrebi od donošenja Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom („Narodne novine br. 44/16)

⁶² www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 30.04.2018. godine

⁶³ OECD – eng. skr. za Organization for Economic Cooperation and Development (hrv. organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj)

Grafikon 13. Top 10 ulaganja fonda

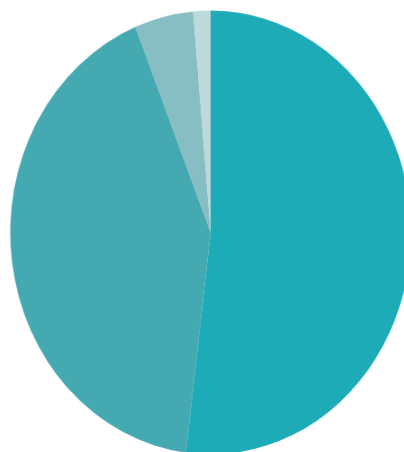
DEPOZIT	16,73%	
RHMF-T-843B	10,19%	
RHMF-T-847B	7,41%	
RHMF-T-821B	6,49%	
RHMF-T-904B	6,03%	
DEPOZIT	5,57%	
RHMF-T-908B	5,10%	
RHMF-O-187A	4,74%	
DEPOZIT	3,80%	
DEPOZIT	3,80%	
Ostalo	30,15%	



Izvor: www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 30.04.2018. godine

Grafikon 14. Vrsta imovine fonda

Depoziti	52,07%	
Trezorski zapisi	41,98%	
Obveznice	4,74%	
Investicijski fondovi	1,40%	
Obveze	-0,19%	

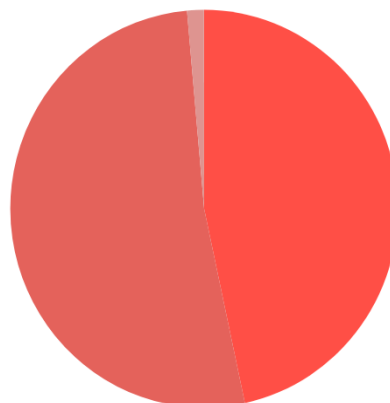


Izvor: www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 30.04.2018. godine

Fond je denominiran u kuni, i njegova ulaganja će pretežito biti denominirana u kuni. Sporedna valutna izloženost dozvoljena je u skladu sa ograničenjima ulaganja fonda. Na taj način, društvo ima za cilj ponuditi investicijski proizvod najnižeg rizika, koji će biti alternativa depozitima po viđenju i kratkoročnim depozitima denominiranim u kuni.

Grafikon 15. Sektorska izloženost fonda

Država	46,63%	●
Financije i bankarstvo	51,97%	●
Fondovi	1,40%	●
Ostalo	0,01%	●



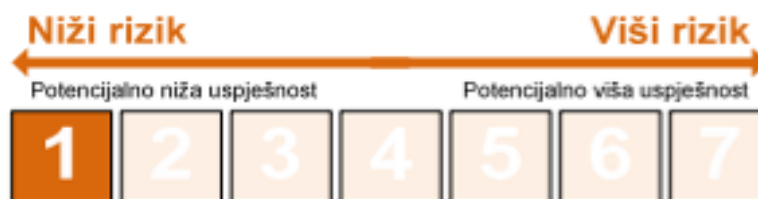
Izvor: www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 30.04.2018. godine

6.3.2. Upravljanje rizicima

Iz grafikona br. 12 je jasno vidljivo kako se fond pridržava investicijske politike odnosno ulaže u depozite kod kreditnih institucija i instrumente tržišta novca izdane od Republike Hrvatske i tijela njene javne vlasti. Nadalje, prilikom ulaganja u dužničke vrijednosne papire, fond je dužan provesti procjenu kreditne sposobnosti izdavatelja u odnosu na kreditni rejting Republike Hrvatske. Imovina fonda neće se ulagati u papire onih izdavatelja čija je kreditna kvaliteta niža od kreditne kvalitete Republike Hrvatske. Proces procjene kreditne kvalitete obavljaju rejting agencije, no investicijsko društvo može izraditi i oslanjati se i na vlastitu kreditnu analizu.

Ovako „konzervativnim“ stilom ulaganja fond smanjuje potencijalnu dobit, no uvelike povećava upravljanje rizicima fonda, umanjujući na najnižu moguću razinu svih pet temeljnih rizika koji se pojavljuju prilikom ulaganja u investicijske fondove, a koji su obrađeni pod točkom 6.1.

Slika 12. Sintetički pokazatelj rizičnosti i uspješnosti



Izvor: www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 30.04.2018. godine

PBZ novčani fond kroz upravljanje rizicima kreira vlastiti sintetički pokazatelj rizičnosti i uspješnosti. SPRU⁶⁴ je definiran kroz sedam razina, pri čemu razina 1 nosi najmanji rizik odnosno dobit, a razina 7 najveći rizik odnosno potencijalnu dobit. U svome prospektu nadalje prikazuju odnos rizika u odnosu na uspješnost, kao i procjenu stupnja utjecaja rizika na poslovanje fonda.

Tablica 9. Vrste rizika povezane sa ulaganjem u fond

Rizik	Stupanj utjecaja
Tržišni rizik	Mali
Valutni rizik	-
Kamatni rizik	Mali
Rizik likvidnosti	Mali
Kreditni rizik	Značajan
Regulatorni rizici	Mali
Operativni rizik	Mali
Rizici specifični Fondu	Značajan
Rizik sukoba interesa	Mali

Izvor: www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 30.04.2018. godine

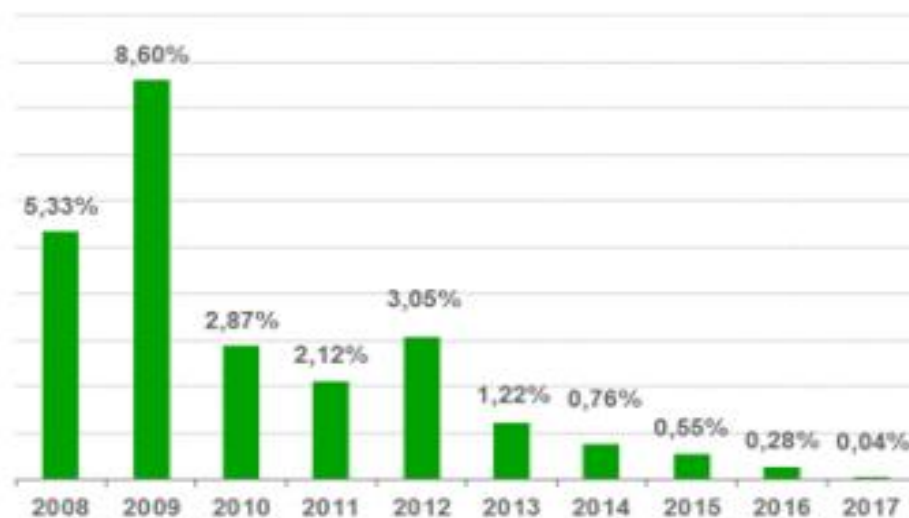
⁶⁴ SPRU – hrv. skr. Sintetički pokazatelj rizičnosti i uspješnosti

6.3.3. Prinosi fonda

PBZ novčani fond na tržištu je preko 19 godina. U tih 19 godina ukupni prinos iznosi 122,26 p.p. od čega prosječan godišnji prinos iznosi 4,35 p.p.. Uzevši taj postotak u obzir i usporedivši ga s prosjekom prinosa ostalih fondova koji se pojavljuju na tržištu, dolazi se do zaključka kako prinosi PBZ novčanog fonda ne odskakuju od prosjeka prinosa ostalih fondova.

Iako se ovaj prinos čini u redu, statistički gledano, mišljenje je autora da prinosi fonda već godinama nisu na adekvatnom nivou na tržištu, tj. poželjni za ulaganje. Točnije, utjecaj svjetske ekonomske krize uzeo je danak na svim svjetskim financijskim tržištima, kao i na tržištima nekretnina iz čijeg kolaterala je proizašao. Kao primjer navedenom najbolje svjedoče prinosi PBZ novčanog fonda iz sljedećeg grafikona.

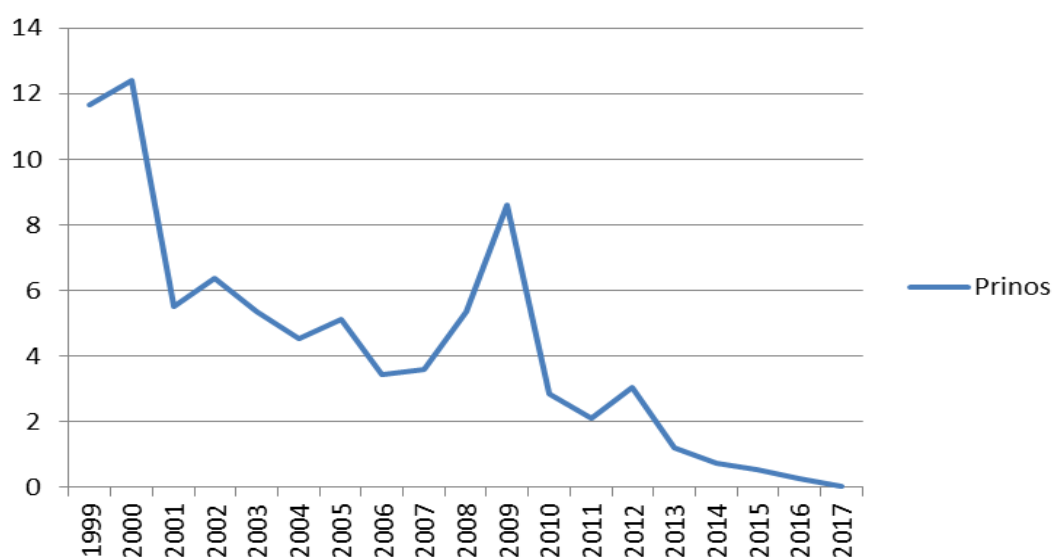
Grafikon 16. Povijesni prinos fonda u razdoblju od 2008. godine do 2017. godine



Izvor: www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 02.05.2018. godine

U ovome trenutku fond raspolaže sa imovinom od cca milijardu i sedamdeset sedam milijuna kuna. Prinos u prvome kvartalu 2018. godine iznosio je -0,03p.p., dok se blago negativan trend nastavlja i u drugom kvartalu godine sa trenutnih -0,01p.p..

Grafikon 17. Stopa prinosa fonda od njegovog nastanka



Izvor: www.pbzinvest.hr, pristupljeno dana 03.05.2018. godine

Na grafikonu br. 14 prikazane su stope prinosa od nastanka PBZ novčanog fonda u razdoblju od 1999. godine do 2017. godine, te isti prikazuje podatak najvećeg prinosa u godini 2008./2009., kao i nagli pad u narednim godinama što dovodi do smanjenja ulaganja u novčani fond i neostvareni prinos.

U ovome trenutku zbog nedostatka atraktivnijih investicija investitori i dalje pokazuju interes na aukcijama trezorskih zapisa, te se prinos već neko vrijeme nalazi na rekordno niskih 0,09%. Na redovitim tjednim obrnutim aukcijama HNB-a nastavljen je skromna aktivnost. U narednom razdoblju očekuje se zadržavanje kamatnih stopa na novčanom tržištu na izrazito niskim razinama. Svjesni situacije, mnogi fondovi daju poticaje za investiranje putem akcija u kojima snižavaju ulazne naknade ili naknade za upravljanje.

7. ZAKLJUČAK

Temeljem dobivenih podataka iz postavljenih ciljeva i analiza zaključuje se kako su kratkoročni vrijednosni papiri osnovna sredstva u poslovanju, kako pojedinaca, tako i države, te velikih multinacionalnih kompanija. Danas je potreba za novcem, odnosno njegovom brzom dostupnošću izraženija nego ikad. Živimo u dobu u kojem jedna jedinica novca sada potpomaže domaćem gospodarstvu, a već sutra doprinosi izgradnji mosta na drugome kontinentu, da bi prekosutra unapređivala razvoj novih tehnologija u drugoj državi.

Mogućnosti ulaganja u vrijednosne papire, neovisno o njihovoj podjeli jest svedena na nekoliko grupacija, no krajnji ishod tih ulaganja gotovo je neograničen. Novac je međunarodni jezik koji svi razumiju, i koji svi odobravaju, svugdje je dobro došao neovisno o kojoj se naciji i religiji radi. Kratkoročni vrijednosni papiri su upravo to, točnije sredstva koja nisu konkretno novac, no općeprihvaćeno i globalno uređeno sredstvo najbliže novcu.

Mjesto gdje se ova sredstva nude i potražuju su financijska tržišta, točnije tržišta novca i kapitala. No osim novca, i njegovih izvedenica na financijskim tržištima prvenstveno se trguje vlastitim interesom. Tako iza svih onih brojeva, filantropije, skokova i padova stoji interes, kako skupine, tako pojedinca. Svaki sudionik na tržištu je prisutan zbog vlastitog interesa i iz toga interesa proizlazi eksponencijalni globalni rast, te novac kao i kratkoročni vrijednosni papiri su samo sredstva kojim se spomenuti interesi ispunjavaju.

Analiza tržišta novca proteklih deset godina u Republici Hrvatskoj ukazuje na skromnu potražnju u domaćoj valuti. Pad potražnje kroz godine dovodi do situacije gdje ponuda premašuje potražnju i do deset puta u zadnjim godinama analize. Postavlja se pitanje zašto toliki kapital stoji u pripravnosti. Sredstva na štednjama je sve više, dok pojedinci dolaze do bilo gospodarskih bilo stambenih kredita sve teže. Banke koje posluju u Republici Hrvatskoj zadovoljavaju svoje potrebe, a interesa od strane većih svjetskih banaka za dolazak na tržište od četiri i pol milijuna stanovnika nema.

Desetogodišnja analiza prodaje trezorskih zapisa od strane Ministarstva financija također ukazuje na golem neiskorišten kapital iz odnosa ponude i potražnje. Kako je u radu već napomenuto prekretnica u ovome odnosu jest 2010. godina iza koje dolazi do blage

stabilizacije na kratko razdoblje, nakon kojeg opet slijedi pad potražnje i rast ponude u sva tri tipa dospijeca trezorskih zapisa.

Analiza novčanih investicijskih fondova, točnije PBZ novčanog investicijskog fonda nije dovela do nikakvih spektakularnih spoznaja. Uzevši sve u obzir (ulaznu naknadu, naknade za vođenje, poreze, prihode, rizike, dostupnost sredstava) mišljenje autora jest da su novčani investicijski fondovi jedna pristojna alternativa čuvanju novca u čarapi. Svojim niskim rizikom i ne zahtjevnim investicijskim sposobnostima daju sigurnost ulagačima na duge staze, kao oblik štednje ili nadopunu mirovinskog osiguranja.

Iz navedenih analiza valja zaključiti kako kapitala i njegovih izvora ima napretek i kako bi se taj „jalov“ kapital pomoću državnih angažmana i poticaja mogao iskoristiti za strateške projekte kao što su izgradnja mostova, autocesta, željeznica, brodskih luka i ostalih vitalnih infrastruktura koja bi Republici Hrvatskoj s obzirom na njenu geostratešku poziciju bila od velike koristi dugi niz godina, a ne isključivo na financiranje rashoda proračuna i međubankarska poslovanja.

Gledajući iz perspektive investitora, stanje na domaćem tržištu novca, kao i u investicijskim fondovima daleko je od idealnog, međutim sa navedenim načinom korištenja tehnologija pojedincima ili skupinama su dostupne goleme mogućnosti ulaganja. Od stranih tržišta dijeli nas nekoliko klikova mišem. Ovaj ubrzan razvoj ostavio je traga i na kratkoročne vrijednosne papire. Tako neki vrijednosni papiri poput čeka i mjenice gube utrku s vremenom te o njima možemo više čuti od naših „starih“ nego ih vidjeti u opticaju, dok s druge strane svjetska tržišta (uređena ili neuređena) pokazuju velik interes za novim, bržim, efikasnijim, oblicima vrijednosnih papira kao što su kriptovalute.

Kako je napomenuto u uvodu ovog diplomskog rada, a temeljem postavljenih istraživačkih pitanja, na iste je dan odgovor koji slijedi:

1. Što su vrijednosni papiri?

- Vrijednosni papiri mnogo se koriste u praksi, pogotovo u gospodarski razvijenim zemljama. U najopćenitijem smislu vrijednosni papir je isprava o građanskom pravu koje je u ispravi inkorporirano (utjelovljeno), a realizacija tog prava moguća

je samo imatelju isprave. Vrijednosni su papiri financijski instrumenti oblikovani potrebama širokog kruga investitorske javnosti.

2. Kada, zašto i u kojoj mjeri se koriste kratkoročni vrijednosni papiri?
 - Vrijednosni papiri mogu igrati razne uloge poput uloge sredstva plaćanja, kredita, osiguranja potraživanja, robnog prometa i slično, no kada se govori o vrijednosnim papirima, govori se prvenstveno o sredstvu financiranja, te je njihova primarna zadaća neovisno o njihovoj vrsti i funkciji prikupljanje sredstava. Vrijednosne papire izdaju korporacije, banke, financijske institucije, društva za osiguranje, poduzeća, državna uprava i lokalne zajednice kao i ostale pravne osobe. Ovisno o njihovom dospijeću, vrijednosni papiri dijele se na dugoročne i kratkoročne, pa se i tržišta na kojima se njima trguju dijele na tržište novca i tržište kapitala. Vrijednosni papiri se koriste ovisno o atraktivnosti pojedinih vrijednosnih papira i potrebi pojedinaca koji te vrijednosne papire i trebaju, odnosno koriste.
3. Koje su ekonomske i pravne posljedice korištenja pojedinog vrijednosnog papira?
 - Prema svojoj pravnoj naravi vrijednosni papir je jednostrani pravni posao kojim se njegov izdavatelj obvezuje ispuniti određenu činidbu u njemu naznačenom ovlašteniku. Obveza iz vrijednosnog papira nastaje u trenutku kad ju izdavatelj vrijednosnog papira preda njegovu korisniku. Ekonomske posljedice ovisi o ponudi i potražnji, te vrsti pojedinog vrijednosnog papira.
4. Imaju li svi kratkoročni vrijednosni papiri utjecaj na razvoj gospodarstva?
 - Neovisno o svojoj strukturi, bilo to obveznopravni, stvarnopravni, korporacijski ili bilo koji drugi vrijednosni papir, manje ili više likvidan, svaki kratkoročni vrijednosni papir ima utjecaj na gospodarstvo, kako domaće tako i inozemno. Kao glavni faktori svakako se izdvajaju likvidnost i brza dostupnost cijelog spektra novčanih ekvivalenata u obliku kratkoročnih vrijednosnih papira.
5. U kojoj mjeri se koriste pojedini kratkoročni vrijednosni papiri, te postoji li potreba tržišta za alternativnim pravno vrijednosnim dokumentima?
 - Kada govorimo o optičaju kratkoročnih vrijednosnih papira, na prvom mjestu su potvrde o depozitu, trezorski zapisi i udjeli u investicijskim fondovima. Valja

napomenuti kako se pojedini kratkoročni papiri koriste sve manje, a zahtjevi tržišta ukazuju za potrebama novih vrijednosnih papira.

6. Koji je prinos koji se ostvaruje od svakog pojedinog vrijednosnog papira?
 - Iako prinosi pojedinih kratkoročnih vrijednosnih papira u određenim uvjetima mogu preći i preko 10%, mišljenje je autora kako su primarne svrhe kratkoročnih vrijednosnih papira, sigurnost, stabilnost, brza dostupnost, likvidnost i općenito lakše ispunjavanje obveznopravnih odnosa, te korporacijskog i međubankarskog poslovanja.

LITERATURA

Knjige:

1. Bogdan S. (2015.), Financijski aspekti ulaganja u vrijednosnice na hrvatskom tržištu kapitala, Sveučilište u Rijeci
2. Cingula M., Klačmer M. (2003.), Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Varaždin
3. Denis A., Bubaš Z., (2001.), Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane; Institut za javne financije, Zagreb
4. Ferizović M., (2004.), Finansijka tržišta, Ekonomski fakultet Univerziteta u Bihaću, Grafičar, Bihać
5. Foley B. (2009.), Tržišta kapitala, Mate d.o.o. Zagreb
6. Galić M. (2002.), Kratkoročni vrijednosni papiri u RH, Ekonomski fakultet u Zagrebu
7. Gregurek M., (2015.), Poslovanje banaka, RRiF visoka škola za financijski menadžment
8. Hadžić M., (2009.), Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, Beograd
9. Lešić Z., Gregurek M., (2014.), Financijske institucije i tržišta, Veleučilište "Baltazar" Zaprešić
10. Mishkin, Frederic S.; Eakins Stanely G. (2005.), Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb
11. Novak B., (2002.), Financijska tržišta i institucije, Osijek, Ekonomski fakultet
12. Orsag S., (2002.), Financiranje emisijom vrijednosnih papira, RIFIN, Zagreb
13. Orsag S., Dedi L., (2014.), Tržište kapitala, Alka script d.o.o., Zagreb
14. Orsag S., (2015.), Investicijska analiza, Avantis, Zagreb
15. Prohaska, Z., (1994.), Upravljanje vrijednosnim papirima, Infoinvest, Zagreb
16. Ristić Ž., Komazec S., Ristić K., (2014.) Tržište novca i kapitala, EtnoStil Beograd
17. Ruzić D., (1999.), Razmjenski odnosi u marketingu, Sveučilište J.J. Strossmayera Osijek, Ekonomski fakultet Osijek
18. Tomić B., (2016.), Financijski instrumenti i izvedenice, Visoko učilište Effectus - visoka škola za financije i pravo, Zagreb
19. Vidučić Lj., (2006.), Financijski menadžment, Zagreb

Članci:

1. Forman F., (2016.), The Adam Smith Review, Taylor & Francis
2. Jurman A., (2005.), Ulaganja sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire, Zagreb
3. Omrčen M., (2013.), Tajna nevidljive ruke, Hrvatsko kulturno vijeće, Zagreb
4. Sprčić D., M., (2017.), Osnove financiranja poduzeća, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb

Zakoni:

1. Zakon o tržištu vrijednosnih papira (Narodne novine broj 84/2002.)
2. Zakon o izdavanju vrijednosnih papira (Narodne novine broj 107/95.)
3. Zakon o čeku (Narodne novine broj 74/94)
4. Zakon o mjenici (Narodne novine broj 74/94)
5. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (Narodne novine broj 44/16)
6. Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (Narodne novine broj 75/08, 54/13)
7. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (Narodne novine broj 140/05, 154/11, 12/12)
8. Zakon o tržištu kapitala (Narodne novine broj 65/18)

Internet:

1. www.ijf.hr (02.03.2018. godine)
2. www.zaba.hr (05.03.2018. godine)
3. www.trzistenovca.hr (15.03.2018. godine)
4. www.bilanca.com.hr (01.04.2018. godine)
5. www.hnb.hr (05.04.2018. godine)
6. www.hrportfolio.hr (05.04.2018. godine)
7. www.hanfa.hr (10.04.2018. godine)
8. www.globalinvest.hr (20.04.2018. godine)
9. www.pbz.hr (28.04.2018. godine)
10. www.pbzinvest.hr (28.04.2018. godine)
11. www.mfin.hr (15.05.2018. godine)

POPIS SLIKA

Slika 1. Ustroj financijskog tržišta	5
Slika 2. Podjela vrijednosnih papira	8
Slika 3. Primjer čeka.....	12
Slika 4. Primjer mjenice	13
Slika 5. Sastavnice tržišta novca.....	22
Slika 6. Razvoj hrvatskog financijskog tržišta	24
Slika 7. Podjela sekundarnog tržišta.....	38
Slika 8. Zatvoreni investicijski fondovi.....	49
Slika 9. Kratkoročni plan investiranja do 2 godine	50
Slika 10. Srednjeročni plan investiranja - 2 do 5 godina.....	50
Slika 11. Dugoročni plan investiranja - 5 godina ili više	51
Slika 12. Sintetički pokazatelj rizičnosti i uspješnosti	60

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Trgovanje kunama na tržištu novca Zagreb	27
Grafikon 2. Odnos kamatne stope na tržištu novca Zagreb (u mil. kn).....	28
Grafikon 3. Odnos deviznih kamatnih stopa na tržištu novca u razdoblju 2008. – 2017....	30
Grafikon 4. Rezultati aukcije trezorskih zapisa (91 dan)	32
Grafikon 5. Odnos kamatnih stopa trezorskih zapisa dospijeća od 91 dan	32
Grafikon 6. Rezultati aukcije trezorskih zapisa (182 dana).....	34
Grafikon 7. Odnos kamatnih stopa trezorskih zapisa dospijeća od 182 dana	34
Grafikon 8. Rezultati aukcije trezorskih zapisa dospijeća od 364 dana	36
Grafikon 9. Odnos kamatnih stopa trezorskih zapisa dospijeća od 364 dana	36
Grafikon 10. Investicijski novčani fondovi	54
Grafikon 11. Neto imovina novčanog investicijskog fonda u RH (u 000 HRK)	54
Grafikon 12. Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u RH	56
Grafikon 13. Top 10 ulaganja fonda.....	58
Grafikon 14. Vrsta imovine fonda.....	58
Grafikon 15. Sektorska izloženost fonda.....	59
Grafikon 16. Povijesni prinos fonda u razdoblju od 2008. godine do 2017. godine.....	61
Grafikon 17. Stopa prinosa fonda od njegovog nastanka.....	62

POPIS TABLICA

Tablica 1. Prikaz funkcija koje obavljaju različite financijske institucije.....	21
Tablica 2. Trgovanje kunama na tržištu novca Zagreb	26
Tablica 3. Trgovanje devizama na tržištu novca Zagreb.....	29
Tablica 4. Rezultati aukcija po vrsti emisije na bazi 91 dan	31
Tablica 5. Rezultati aukcija trezorskih zapisa po vrsti emisije dospjeća od 182 dana.....	33
Tablica 6. Rezultati aukcija po vrsti emisije dospjeća od 364 dana.....	35
Tablica 7. Ocjena rizika otvorenih investicijskih fondova	47
Tablica 8. Struktura ulaganja novčanih UCITS fondova u RH.....	55
Tablica 9. Vrste rizika povezane sa ulaganjem u fond	60