

# Analiza poslovanja investicijskih društava u Republici Hrvatskoj

---

**Kmet, Sara**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2017**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:591638>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-11**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
"Dr. Mijo Mirković"

**SARA KMET**

**ANALIZA POSLOVANJA INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA U REPUBLICI  
HRVATSKOJ**

Diplomski rad

Pula, 2017.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
"Dr. Mijo Mirković"

**SARA KMET**

**ANALIZA POSLOVANJA INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA U REPUBLICI  
HRVATSKOJ**

Diplomski rad

**JMBAG: 0303004905, redoviti student**

**Studijski smjer: Financijski menadžment**

**Predmet: Management financijskih institucija**

**Znanstveno područje: Društvene znanosti**

**Znanstveno polje: Ekonomija**

**Znanstvena grana: Financije**

**Mentor: izv. prof. dr. sc. Manuel Benazić**

Pula, veljača 2017.



## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisana **Sara Kmet**, kandidat za magistra ekonomije/poslovne ekonomije ovime izjavljujem da je ovaj Diplomski rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Diplomskog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student

Sara Kmet

U Puli, \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godine



## IZJAVA

### o korištenju autorskog djela

Ja, **Sara Kmet** dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj diplomski rad pod nazivom „Analiza poslovanja investicijskih društava u Republici Hrvatskoj“ koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama.

Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, \_\_\_\_\_ (datum)

Potpis

Sara Kmet

## Sadržaj

1. Uvod.....	1
2. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj .....	3
2.1. Pojam i funkcije tržišta kapitala .....	3
2.2. Povijest i vrste burzi .....	4
2.2.1. Zagrebačka burza.....	6
2.2.2. Varaždinska burza.....	7
2.3. Izvanburzovno tržište (OTC) u Republici Hrvatskoj.....	7
2.4. Sudionici u prometu vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj.....	9
3. Institucionalni okvir tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj .....	11
3.1. Hrvatska narodna banka (HNB) .....	11
3.2. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) .....	12
3.2. Središnje klirinško deponitarno društvo (SKDD) .....	14
3.3. Zakonska regulativa tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj .....	16
4. Investicijska društva u Republici Hrvatskoj.....	20
4.1. Temeljni kapital investicijskih društva u Republici Hrvatskoj .....	20
4.2. Pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti.....	21
4.3. Izvršavanje naloga .....	25
4.4. Ispiti za brokere i investicijske savjetnike .....	27
5. Analiza poslovanja investicijskih društava u Republici Hrvatskoj .....	31
5.1. Opći podatci poslovanja investicijskih društava .....	32
5.2. Prihodi s osnove pružanja investicijskih usluga i obavljanja investicijske aktivnosti .....	36
5.3. Upravljanje portfeljem i skrbništvo nad financijskim instrumentima.....	43
5.4. Profitabilnost imovine i glavnice investicijskih društva.....	45
5.5. Stopa adekvatnost kapitala.....	47
6. Zaključak .....	51
Literatura .....	53
Popis grafikona.....	56
Popis tablica .....	56
Sažetak .....	58
Summary .....	59
Prilozi.....	60

## 1. Uvod

"Investicijsko društvo je pravna osoba čija je redovita djelatnost pružanje jedne ili više investicijskih usluga trećima i/ili obavljanje jedne ili više investicijskih aktivnosti. Investicijska društva su ovlaštena društva za pružanje usluga prilikom ulaganja u financijske instrumente" (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08). Kada gledamo pojmovno naziv brokersko društvo Zakonom o tržištu kapitala prestaje se upotrebljavati. Brokersko društvo je bio naziv koji se koristio prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira koji je podrazumijevao društvo s ograničenom odgovornošću ili dioničko društvo koje se bavi poslovima s vrijednosnim papirima, te se novim zakonom taj pojam mijenja u investicijsko društvo.

Odobrenje za rad investicijskog društva odobrava Agencija za nadzor financijskih usluga te se izdaje na neodređeno vrijeme, što znači da se ne može prenijeti na drugu osobu i ne vrijedi za pravnog sljednika investicijskog društva (Zakon o tržištu kapitala, NN 54/13, čl. 13., st. 1. i 2.). Ono što se očekuje od investicijskog društva jest da trajno udovoljava uvjetima pod kojima je Agencija za nadzor financijskih usluga izdala dozvolu za rad.

Prema Zakonu o tržištu kapitala (NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13 i 159/13, čl. 5) investicijsko društvo obuhvaća osnovne usluge i aktivnosti, ali isto tako i pomoćne. Broj usluga i aktivnosti se značajno povećao s obzirom na to da je u sam sustav implementirana Direktiva o tržištima financijskih instrumenata. Značajna izmjena javlja se kod pojma investicijskih usluga koje se odnose na financijski instrument što je ujedno širi pojam od pojma vrijednosni papir.

Predmet istraživanja diplomskog rada je teorijski i empirijski istražiti poslovanje investicijskih društava u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2005. godine do 2014. godine. Samo istraživanje obuhvaćalo je analizu financijskih izvještaja i pokazatelja. Cilj rada je upoznati način rada investicijskih društava i tako postaviti smjernice njihovog kontinuiranog poslovanja.

Kao primarni izvor podataka korištena je stručna literatura s područja tržišta kapitala i samog poslovanja investicijskih društava. Pod ostale izvore podataka može se napomenuti i publikacije, istraživanja, godišnja izvješća i internet baza podataka. Podatci su prikazani kako tabelarno tako i grafički.

Rad je podijeljen na šest poglavlja. Prvo poglavlje označava uvod u kojem je prikazano razmatranje o temi, predmetu i ciljevima rada, izvori podataka i metode prikupljana podataka. Drugim dijelom predstavljeno je tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, njegov pojam i funkcije, povijest i vrste burzi, OTC tržište te sudionici u prometu vrijednosnim papirima. Trećim dijelom prikazan je institucionalni okvir tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj unutar kojeg su navedene glavne institucije koje su značajne kod poslovanja investicijskih društava, ali spomenula se i zakonska regulativa tržišta kapitala. U četvrtom dijelu obrađena su investicijska društva u Republici Hrvatskoj, njihov temeljni kapital, pružanje investicijskih usluga, izvršavanje naloga i naposljetku ispit koji moraju položiti osobe za obavljanje investicijskih poslova ili investicijskog savjetovanja. Peti dio obuhvaća analizu poslovanja investicijskih društava. Na temelju prikupljenih podataka istražili su se opći podatci poslovanja investicijskih društava, kao i prihodi s osnove pružanja investicijskih usluga. Nadalje istraženo je upravljanje portfeljem i skrbništvo nad financijskim uslugama, kretanje profitabilnosti imovine i glavnice te stopa adekvatnosti kapitala. U zadnjem, šestom dijelu iznesena su zaključna razmatranja koja su nastala na temelju teorijskog i empirijskog istraživanja.



## 2. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj

Tržište kapitala predstavlja dio šireg financijskog tržišta. Kako bi se uspostavila makroekonomska stabilnost potrebno je stvoriti povoljne uvjete za razvoja tržišta kapitala. Tako se stvara povoljno okruženje za sustavni razvoj tržišta kapitala, gdje država pomoću instrumenata i modela djeluje na razvojne ciljeve. Tržište kapitala može se podijeliti na dvije značajne skupine, a to su: tržište dionica odnosno vlasnički vrijednosni papiri i tržište obveznica koje predstavlja tržište dužničkih vrijednosnih papira (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 54).

### 2.1. Pojam i funkcije tržišta kapitala

Tržište kapitala možemo definirati kao skup institucija, financijskih instrumenata i mehanizama koji omogućuju prijenos sredstava koja se mogu investirati od ekonomskih subjekata s viškom<sup>1</sup> novčanih sredstava prema onima s manjkom<sup>2</sup> novčanih sredstava koji ulažu u dugoročnu imovinu (Lešić i Gregurek, 2014: 219). To je ujedno i njegova primarna funkcija. Ono je zaslužno za prikupljanje dugoročnih sredstva koja su potrebna poduzećima kako bi mogla razvijati svoje dugoročne strategije. (Lešić i Gregurek, 2014: 219).

Kada gledamo trgovanje na tržištu kapitala tada možemo reći kako se ono odvija na primarnom i sekundarnom tržištu. Na primarnom tržištu kapitala ugovaraju se nove emisije kapitala i zaduženja u obliku novih emisija kapitala ili u obliku ponude postojećim investitorima. Kod poduzeća financijsko potraživanje može biti u obliku dionice ili obveznice, dok država emitira obveznice ili može prodavati dijelove javnih poduzeća (Foley, 1998: 6). Inicijalnom javnom ponudom smatra se prodaja vrijednosnica po prvi puta od strane tvrtke. Svaka naredna prodaja novih vrijednosnih papira smatra se primarnom tržišnom transakcijom (Mishkin i Eakins, 2005: 242).

Druga funkcija tržišta kapitala jest da djeluje kao sekundarno tržište za vrijednosne papire koji su već prije bili emitirani. Kod ovog slučaja tržište omogućava vlasnicima

---

<sup>1</sup> Subjekti s viškom novčanih sredstava ili novčano suficitarne jedinice.

<sup>2</sup> Subjekti s manjkom novčanih sredstava ili novčano deficitarne jedinice.

dionica i obveznica da ih prodaju brzo te tako osigurava stupanj likvidnosti. Sekundarno tržište stvara realokaciju financijskih sredstava između različitih investitora gdje dolazi do prodaje sredstava jednom investitoru, dok se drugi investitor može javiti s viškom sredstava kako bi ih kupio (Foley, 1998: 6). Na ovom tržištu javljaju se dva tipa burzi i to organizirane burze i izvanburzovna tržišta (Mishkin i Eakins, 2005: 242).

## 2.2. Povijest i vrste burzi

Naziv burze potječe još iz 15. stoljeća, a povezano je s ulogom trgovanja obitelji Van der Burse koja je živjela u Bruggeu u Belgiji. Na samom početku razvoja burze ona se smatrala mjestom na kojem su se sastajali trgovci koji su sklapali kupoprodajne ugovore za trgovanje robom i vrijednosnim papirima (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 59).

U 18. stoljeću dolazi do osnivanja trgovačkih društava što je dovelo do vrhunca trgovine vrijednosnim papirima. Uzrok tako brzog razvoja jest prijelaz kapitala i proširenje špekulativnog djelovanja u prekomorske kolonijalne zemlje. Zbog sve većih državnih investicija u 19. stoljeću javlja se potreba za uvođenjem državnih obveznica što je dovelo do većeg obujma za špekulacijom na tržištu kapitala. Vremenom trgovina vrijednosnim papirima odvojila se od tržišta roba te je postala oblik svakodnevnih burzovnih transakcija (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 59-60).

"S obzirom na predmet burzovnog djelovanja burze se mogu podijeliti na ove burze:

- burze vrijednosnih papira,
- novčane burze,
- robne burze,
- burze usluga" (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 60).

Burza vrijednosnih papira<sup>3</sup> jesu burze koje su specijalizirane za trgovanje vrijednosnim papirima po specifičnom skupu pravila i regulacije. Burza vrijednosnih

---

<sup>3</sup> Burza vrijednosnih papira ili efektna burza.

papira utječe na stanje u svjetskim gospodarstvima. Novčana burza<sup>4</sup> je mjesto trgovanja efektivnim novcem. Najvažnije svjetske novčane burze nalaze se u Londonu i Frankfurtu. Robna burza podrazumijeva trgovinu specijaliziranom vrstom robe, kao što su kava, pšenica i slično. Kod burza usluga potpisuju se specifični ugovori koji se odnose primjerice na prijevoz tereta u međunarodnom zračnom prometu (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 60).

Burza danas ima značajnu važnost kada gledamo gospodarski razvoj zemalja s obzirom na to da se na njima provodi transparenta prodaja vrijednosnih papira. Zbog same transparentnosti investitor ima povjerenje da svi trgovci posluju pod jednakim uvjetima bez mogućnosti pojave asimetričnih informacija koje su regulirane zakonom. Propisima se reguliraju slučajevi koji se smatraju zloupotrebama te se koriste sankcije za kršenje regulatornih pravila. Takav način omogućava sigurnost i povjerenje ulagatelja. Kaznena dijela propisana su posebnim Zakonom o kaznenim djelima protiv tržišta kapitala (NN br. 110/97, 27/98, 50/00, 129/00, 51/01, 111/03, 190/03, 105/04, 71/06 i 110/07). Zakon o kaznenim djelima protiv tržišta kapitala (NN br. 110/97, 27/98, 50/00, 129/00, 51/01, 111/03, 190/03, 105/04, 71/06 i 110/07) propisuje četiri kaznena dijela, a koja se odnose na "korištenje, otkrivanje i preporučivanje povlaštenih informacija, manipulacija tržištem, neovlašteno pružanje investicijskih usluga i neovlašteno obavljanje poslova vezanog zastupnika" (Gračan, 2011: 146-147).

S obzirom na to da je burza uređeno tržište tada se takvo tržište dijeli na redovito tržište i službeno tržište. Na redovitom tržištu može se uvrstiti isključivo financijski instrument kojim se može trgovati uredno i djelotvorno. Takav vrijednosni papir mora biti izdan u skladu s propisima koji se na njih odnosi i mora biti slobodno prenosiv, također pravni položaj izdavatelja vrijednosnog papira mora biti u skladu s propisima te može biti uvršten na uređeno tržište ako je u nematerijaliziranom obliku. Na redovitom tržištu može se uvrstiti izvedeni instrument koji je kreiran tako da omogućuje ispravno formiranje cijena i mora sadržavati učinkovitu namiru. Službeno tržište omogućava uvrštavanje vrijednosnog papira koje udovoljava uvjetima koji su prethodno navedeni za redovito tržište (Gračan, 2011: 346-347). Napomena je u dodatnim uvjetima koje moraju zadovoljavati izdavatelji dionica, a uređeno je

---

<sup>4</sup> Novčana burza ili valutna burza.

člankom 316. i 319. Zakona o tržištu kapitala (NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15) te potvrdom o deponiranim dionicama. Člankom 316. i 319. Zakona o tržištu kapitala (NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15) propisani su uvjeti koji se odnose na uvjete koje moraju ispunjavati izdavatelji za čije je dionice podnesen zahtjev za uvrštenje na službeno tržište i posebne odredbe u svezi izdavatelja iz treće države. Potvrde o deponiranim dionicama mogu biti uvrštene ako izdavatelj dionica ima izdanu potvrdu o deponiranim dionicama te izdavatelj potvrde o deponiranim dionicama jamči zaštitu za ulagatelja (Zakon o tržištu kapitala NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl. 313).

### *2.2.1. Zagrebačka burza*

Zagrebačka burza osnovana je u lipnju 1991. godine kada je 25 banaka i 2 osiguravajuća društva utemeljilo Zagrebačku burzu kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Sama djelatnost burze financirana je članarinom odnosno naknadom za trgovanje na burzi i za pružanje burzovnih informacija (Zagrebačka burza, 2016.).

Indeks vrijednosti dionica Zagrebačke burze je Crobex. To je službeni indeks Zagrebačke burze, a počeo se objavljivati 1. rujna 1997. godine. Crobex se određuje prema tržišnoj kapitalizaciji 30 najlikvidnijih dionica hrvatskih poduzeća te se kao takav revidira dva puta godišnje. Bazna vrijednost Crobexa je 1000 bodova. Crobis predstavlja obveznički indeks Zagrebačke burze, te je on vagan na osnovu tržišne kapitalizacije. (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 65-66).

U 2010. godini Zagrebačka burza pokrenula je specijalističku trgovinu, započela je s trgovanjem strukturiranim proizvodima te je počela upravljati multilateralnom trgovinskom platformom. Također je uz potporu Europske banke za obnovu i razvoj u 2010. godini osnovana Akademija Zagrebačke burze koja do sada broji 4000 polaznika. Zadnji novitet vezan uz Zagrebačku burzu jest taj da je u 2015. godini uspješno završen proces preuzimanja Ljubljanske burze od CEE Stock Exchange Group. Na temelju ove akvizicije očekuju se brojni pozitivni učinci s obzirom na to da obje burze dijele sličan razvojni put i okvir u kojem posluju, te postoji sličnost

slovenskog i hrvatskog tržišta kapitala kada gledamo stupanj razvoja, strukturu i potencijal (Zagrebačka burza, 2016.).

### *2.2.2. Varaždinska burza*

Varaždinsko tržište vrijednosnica osnovano je 1993. godine kao prvo uređeno javno tržište čiji su osnivači bile 23 fizičke osobe s namjerom stvaranja infrastrukture potrebne za transparentno trgovanje vrijednosnim papirima nastalih iz prve faze privatizacije državnih tvrtki. Ono je omogućilo prikupljanje ponuda na prodaju i na kupnju vrijednosnih papira na jednome mjestu i uz transparentno formiranje tržišne cijene (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 68).

Varaždinska burza imala je i dionički indeks naziva VIN indeks koji je predstavljao službeni indeks burze. Njegova početna vrijednost bila je 1000 bodova. U 2012. godini VIN indeks je iznosio 608 bodova te je uključivalo 11 dionica (Leko, 2004: 187). U ožujku 2007. godine dolazi do povezivanja Varaždinske burze i Zagrebačke burze te Zagrebačka burza postaje jedinstveno nacionalno tržište kapitala (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 69).

## **2.3. Izvanburzovno tržište (OTC) u Republici Hrvatskoj**

Na izvanburzovnom tržištu (OTC<sup>5</sup>) trguje se dionicama i obveznicama manjih ili novijih tvrtki koje najčešće nisu, ali mogu biti uvrštene i na burzama (Lešić i Gregurek, 2014: 229). Ono predstavlja sustav automatskih kotacija na mreži međusobno spojenih računala koje je 1971. godine formiralo Nacionalno udruženje dealera. Ovakav tip tržišta u SAD-u smatra se jednim od najmodernijih i najučinkovitijih tržišta vrijednosnih papira u svijetu. Sastoji se od brojnih brokera-dilera koji se nalaze u različitim državama. Upravo zbog računalne povezanosti omogućeno im je poznavanje cijena kod drugih dilera (Foley, 1998: 18). "Dionice kupljene na OTC tržištu riskantnije su od onih s burze zbog nekoliko razloga: često

---

<sup>5</sup>Izvanburzovno tržište ili OTC (over the counter) drugi je važan oblik organiziranog sekundarnog tržišta.

su poduzeća mala s kratkom poviješću poslovanja, stupanj javnosti takvih poduzeća je ograničen uglavnom zbog statutarinih zahtjeva, relativno malo dionica je u javnom vlasništvu pa razina trgovinske aktivnosti tim dionicama naginje ograničenjima" (Foley, 1998: 19).

U Republici Hrvatskoj transakcije putem OTC-a regulirane su Pravilnikom o vrsti uvrštenih finansijskih instrumenata i vrijednosti transakcija na koje se primjenjuje obveza prijave OTC transakcija burzi. Pravilnik je donesen 1. siječnja 2013. godine od strane Hrvatske agencije za nadzor finansijskih usluga (Zagrebačka burza, 2016). Prema Pravilniku o vrsti uvrštenih finansijskih instrumenata i vrijednosti transakcija na koje se primjenjuje obveza prijave OTC transakcija burzi (Narodne novine br. 85/13, čl. 2) propisuju se vrijednosti OTC transakcija koji su uvršteni na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj i to za sljedeće vrijednosne papire:

- dionice,
- obveznice
- komercijalne zapise.

"Transakciju je obvezna prijaviti osoba koja je kupac u predmetnoj transakciji:

1. investicijsko društvo,
2. kreditna institucija,
3. druga finansijska institucija s odobrenjem za rad izdanim od nadležnog tijela,
4. subjekt za zajednička ulaganja i njegovo društvo za upravljanje,
5. društvo za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinski fondovi,
6. mirovinsko i osiguravajuće društvo,
7. pravna osoba koja u odnosu na prethodnu poslovnu godinu, zadovoljava najmanje 2 od sljedećih uvjeta:
  - ukupna aktiva iznosa najmanje 150.000.000,00 kuna,
  - neto prihod u iznosu najmanje 300.000.000,00 kuna,
  - kapital u iznosu od najmanje 15.000.000,00 kuna" (Zagrebačka burza, 2016).

"Prilikom potpisivanja ugovora o korištenju OTC servisa, korisnici mogu odabrati jedan od dva modela naplate:

- fiksni model naplate,
- model naplate po transakciji" (Zagrebačka burza, 2016.).

Prema fiksnom modelu naplate naknade su iskazane u Tablici 1. U tablici su prikazane godišnje naknade za članove i ostale. Vidljiva je naknada za pojedinu dionicu, ostale i sve financijske instrumente.

Tablica 1. Fiksni model naplate naknade korištenja OTC servisa

	Dionice	Ostali financijski instrumenti	Svi financijski instrumenti
	Godišnja naknada		
Član	3.845,00 kn	3.845,00 kn	6.150,00 kn
Ostali	4.800,00 kn	4.800,00 kn	7.690,00 kn

Izvor: Izrada autorice prema: Zagrebačka burza (2016.), *O OTC-u*, [Online] dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=36793>

Prema modelu naplate po transakcijama korisnici plaćaju naknadu u iznosu od 80,00 kn po transakciji ako se radi o članu burze, odnosno 100,00 kn ako se radi o ostalim sudionicima. Postojeći korisnici određene skupine financijskog instrumenta imaju mogućnost izmjene postojećeg modela naplate tako da podnesu novi zahtjev za izmjenu. Na temelju tog zahtjeva burza otkazuje postojeći ugovor bez obzira na propisano trajanje otkaznog roka. U slučaju da postojeći korisnik nije odabrao model naplate za pojedinu skupinu financijskog instrumenta temeljem zahtjeva burza će obračunati naknadu primjenom modela naplate po transakciji (Zagrebačka burza, 2016.).

#### **2.4. Sudionici u prometu vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj**

U prometu vrijednosnim papirima sudjeluju investicijske banke, brokери i dileri. Investicijske banke sudjeluju na primarnom tržištu i pomažu pri inicijalnoj prodaji vrijednosnih papira. Brokери sudjeluju na sekundarnom tržištu te trguju vrijednosnim papirima u svoje ime, ali za tuđi račun, dok dileri također trguju na sekundarnom tržištu, ali u svoje ime i za svoj račun te time imaju veći rizik prilikom poslovanja. Brokери i dileri svoje poslovanje naplaćuju u obliku provizije koju klijent plaća po

obavljenom poslu (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 89). Glavna karakteristika investicijske banke je ta da uobičajeno zarađuju svoj prihod od naknada naplaćenih klijentima. Većinom se radi o fiksnim naknadama s obzirom na to da se radi o poslovima koji uključuju velike iznose pa je shodno tome i naknada vrlo visoka (Mishkin i Eakins, 2005: 568).



### **3. Institucionalni okvir tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj**

Za trgovanje vrijednosnim papirima, ali i za uređenost tržišta kapitala odgovorne su institucije u Republici Hrvatskoj koje djeluju u skladu s državnim zakonom i propisom te svojim unutarnjim pravilima. Najvažnije institucije u Republici Hrvatskoj koje reguliraju tržište kapitala i sam promet vrijednosnim papirima jesu Hrvatska narodna banka, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga te Središnje klirinško depozitarno društvo. Pod samoregulirajuće institucije također mogu spadati burze i investicijska društva, s naglaskom na djelovanje udruge brokera. Udruga može putem svojih tijela brže rješavati otvorene sporove od nadležnih sudskih tijela. Kada gledamo Republiku Hrvatsku, udruga brokera obuhvaća pojedince, fizičke osobe koje imaju položen brokerski ispit te tako sudjeluju na tržištu kapitala (Klačmer Čalopa i Cingula, 2009: 81-82).

#### **3.1. Hrvatska narodna banka (HNB)**

"Hrvatska narodna banka (HNB) je središnja banka Republike Hrvatske i osnovana je uredbom Republike Hrvatske 1991. godine". Svojem djelovanjem i obavljanjem poslova HNB je samostalna i neovisna, a odgovorna je Hrvatskom saboru. "Osnovni cilj Hrvatske narodne banke jest održavanje stabilnosti cijena". Djelovanjem u skladu s načelima otvorenog tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije podupire gospodarsku politiku te tako ostvaruje cilj stabilnosti cijena. HNB čini sastavni dio Europskog sustava centralnih banaka (Lešić i Gregurek, 2014: 135). HNB pored osnovnog cilja ima i osnovne zadatke koji uključuju vođenje monetarne i devizne politike, upravljanje međunarodnim pričuvama, izdavanje hrvatskog novca, izdaje odobrenja za rad kreditnim institucijama, kreditnim unijama te institucijama za platni promet te tako nadzire njihovo poslovanje (Hrvatska narodna banka, 2016.).

Tijelo upravljanja HNB-om čini Savjet HNB-a i guverner. Savjet predstavlja najviše tijelo HNB-a te je nadležno za ostvarivanje ciljeva i zadaća. "Guverner Hrvatske narodne banke upravlja i rukovodi poslovanjem HNB-a, te je odgovoran za provođenje odluka" (Hrvatska narodna banka, 2016.).

### 3.2. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA)

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) zadužena je za nadzor financijskih tržišta, financijskih usluga te pravnih i fizičkih osoba koje djeluju na tim tržištima i obavljaju usluge koje se pružaju na takvim tržištima (Lešić i Gregurek, 2014: 149).

Osnivanjem HANFA-e 2005. godine spojene su tri nadzorne institucije i to: Komisija za vrijednosne papire, Agencija za nadzor mirovinskih fondova i Direkcija za nadzor društva za osiguranje. Ona je svojim djelovanjem samostalna pravna osoba koja u okviru svog djelovanja i nadležnosti nadgleda izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima. HANFA je u okviru svog djelovanja samostalna pravna osoba te kao takva odgovorna je Hrvatskom saboru. Njena obveza je jedanput godišnje podnositi izvješće o svome radu Hrvatskom saboru. Uprava agencije sastoji se od pet članova od kojih je jedan predsjednik (Lešić i Gregurek, 2014: 149-150).

"Djelokrug i nadležnost obavlja nadzor nad poslovanjem:

- burzi i uređenih javnih tržišta, ovlaštenih društava i izdavatelja vrijednosnih papira,
  - društava za upravljanje fondovima,
  - brokerskih društava, brokera i investicijskih savjetnika,
  - institucionalnih ulagatelja,
  - Središnje depozitarne agencije,
  - Središnjeg registra osiguranika,
  - društava za osiguranje,
  - pravnih osoba koje se bave poslovima leasinga, faktoringa i forfetinga ako se ti poslovi ne obavljaju u okviru banke,
  - nalaže mjere za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti,
  - izdaje i oduzima dozvole, odobrenja, suglasnosti, licence, autorizacije i dr."
- (Lešić i Gregurek, 2014: 150).

Kada se govori o nadzoru tada se misli posluje li investicijsko društvo u skladu s odredbama Zakona o tržištu kapitala, ali i u skladu s vlastitim pravilima, standardima i

pravilima struke te tako omogućuje nesmetano funkcioniranje tržišta kapitala (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 54/13 i 159/13, čl.247, st. 1. i 2.).

HANFA provodi nadzor nad subjektima na dva načina (Gračan, 2011: 81):

- kontinuiranim nadzorom – provodi se na temelju analize izvještaja koje dostavljaju subjekti nadzora, pregledom dokumentacije i ostalih podataka koji su dobiveni iz drugih izvora
- neposrednim nadzorom – provodi se u poslovnim prostorijama subjekta nadzora ili povezanih pravnih osoba (on također može biti redovan ili izvanredan).

Posebnu pažnju HANFA prilikom nadzora usmjerava na organizacijske uvjete, strategije, politike i postupke koje investicijsko društvo ima uspostavljeno u svojim odredbama poslovanja. Isto tako procjenjuje financijski položaj i rizike kojima je investicijsko društvo bilo izloženo ili je i dalje izloženo prilikom svojeg poslovanja (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 54/13 i 159/13, čl.254, st.1. i 2.).

Po obavljenom nadzoru HANFA sastavlja zapisnik o nadzoru nad investicijskim društvom i drugim osobama nad kojima je ovlašteno obavljati nadzor te donosi nadzorne mjere (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 159/13, čl. 255). Nadzorne mjere koje HANFA može izreći u postupku nadzora jesu: naložiti mjere upravi investicijskog društva i izricanje javne opomene, otklanjanje nezakonitosti i nepravilnosti te oduzimanje odobrenja za rad (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 159/13 i 18/15, čl.256, st.1.).

U slučaju da se investicijsko društvo nije ponašalo u skladu s navedenom nadzornom mjerom, HANFA ima pravo izreći posebnu nadzornu mjeru. Posebna nadzorna mjera može biti privremena zabrana pružanja investicijskih usluga i/ili obavljanje investicijskih aktivnosti, zabrana držanja i/ili raspolaganja financijskim instrumentima i novčanim sredstvima klijenta, te druge razmjerne mjere prema odredbama Zakona (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 54/13 i 159/13, čl.262, st.1. i 2.).

Na temelju rješenja koje je HANFA izdala i u kojem stoje navedene posebne mjere kojih se investicijsko društvo mora pridržavati također je naveden i rok za poduzimanje takvih mjera koji ne može biti dulji od šest mjeseci. HANFA izriče mjere

tako da osigura zakonito i uredno trgovanje financijskim instrumentima na uređenom tržištu te da zaštiti interese ulagatelja (Gračan, 2011: 82).

HANFA financirana je od strane državnog proračuna, zatim od naknada od imovine i prihoda subjekta nadzora i naknada koje se odnose na pružene usluge iz nadležnosti HANFA-e (Lešić i Gregurek, 2014: 151).

### **3.2. Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD)**

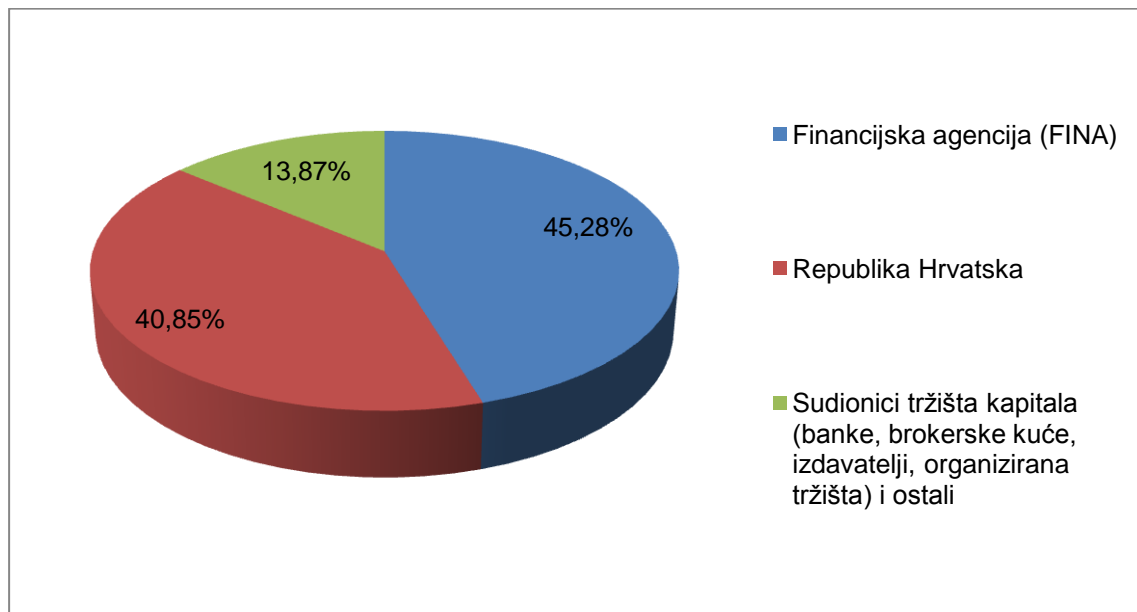
Središnje klirinško depozitarno društvo (SKDD) predstavlja središnji depozitorij u kojem se vrijednosni papiri čuvaju u obliku elektroničkog zapisa, vode podaci o izdavateljima vrijednosnih papira i njihovim vlasnicima kao i podaci predviđeni zakonom (Lešić i Gregurek, 2014: 152).

"Ono prema Zakonu o tržištu kapitala:

- upravlja središnjim depozitorijem nematerijaliziranih vrijednosnih papira ,
- upravlja sustavom poravnanja i namire transakcija vrijednosnim papirima sklopljenih na uređenom tržištu i multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP) ili izvan uređenog tržišta i MTP-a (OTC transakcije),
- određuje jedinstvene identifikacijske oznake nematerijaliziranih vrijednosnih papira (ISIN i CFI oznake)." (Središnje klirinško depozitarno društvo, 2016.)

U nastavku slijedi prikaz vlasničke strukture Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

Grafikon 1. Vlasnička struktura Središnjeg klirinškog depozitnog društva



Izvor: Izrada autorice prema: Središnje klirinško depozitarno društvo, *O SKDD-u*, 2016., [Online] dostupno na: <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO>

Na Grafikonu 1. prikazana je vlasnička struktura SKDD-a. Vidi se kako najveći postotak zauzima Financijska agencija (FINA) i to 45,28%, zatim slijedi Republika Hrvatska sa 40,85% i naposljetku sudionici tržišta kapitala sa svega 13,87%.

SKDD vodi i jamstveni fond te obavlja poslove operatera Fonda za zaštitu ulagatelja na temelju odobrenja Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga. (Lešić i Gregurek, 2014:154). Fond za zaštitu ulagatelja predstavlja poseban subjekt na hrvatskom tržištu kapitala čija je svrha zaštititi tražbinu klijenta, člana fonda koju ne može isplatiti ili vratiti. Zaštita se provodi u slučaju kada se nad članom provodi stečajni postupak ili ako je HANFA utvrdila da član fonda ne može ispuniti obvezu prema klijentu, odnosno da ne može izvršiti novčanu obvezu i ne može vratiti financijske instrumente koje je držao za račun klijenta. Sama tražbina klijenta osigurana je do vrijednosti najviše od 150 000 kuna po klijentu, članu fonda. Većinom su članovi Fonda investicijska društva i kreditne institucije koje imaju sjedište u Republici Hrvatskoj te koja su ovlaštena držati novčana sredstva i financijske instrumente klijenata, zatim banke koje pružaju investicijske usluge i aktivnosti te podružnice investicijskih društva (Središnje klirinško depozitarno društvo, 2016.).

Središnje klirinško depozitarno društvo ima 2 člana uprave i najviše devet članova Nadzornog odbora, međutim trenutno broji šest. Temeljni kapital jest 86.925.000,000 kuna te je ukupno izdano 91.500 dionica na ime (Središnje klirinško depozitarno društvo, 2016.).

### **3.3. Zakonska regulativa tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj**

Zakon o tržištu kapitala (NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15) u Hrvatskoj primarni je zakon koji regulira djelovanje tržišta kapitala. Temeljna smjernica za pisanje tog Zakona uz samu hrvatsku praksu bila je i europska direktiva za tržište kapitala pod nazivom Direktiva o tržištima financijskih instrumenata koja je implementirana u nacionalne zakone europskih zemalja. Direktiva obuhvaća glavna područja poput onih koje se odnose na mjesto trgovanja i način organiziranja trgovine financijskim instrumentima, sam rad investicijskih društava, njihovo licenciranje, organizacija i usluge koje pružaju (Gračan, 2011: 27).

Zakonom o tržištu kapitala (NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.1) uređene su sljedeće odredbe i propisi koji se odnose na:

- "uvjete za osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja investicijskog društva, tržišnog operatera i operatera sustava prijeboja i namire u Republici Hrvatskoj,
- uvjete za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i s tim povezanih pomoćnih usluga,
- pravila trgovanja na uređenom tržištu,
- uvjete za ponudu vrijednosnih papira javnosti i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište,
- obveze u svezi objavljivanja informacija koje se odnose na vrijednosne papire uvrštene na uređeno tržište,
- pohranu financijskih instrumenata i poravnanje i namiru poslova s financijskim instrumentima,
- ovlasti i postupanje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga pri provođenju ovog Zakona."

Prema Zakonu o tržištu kapitala (NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl. 6, st. 1) u Republici Hrvatskoj pružati investicijske usluge i obavljati aktivnosti može:

- investicijsko društvo koje dobilo odobrenje za rad od strane HANFA-e,
- investicijsko društvo koje ima sjedište u državi članici, a osnovalo je podružnicu u Republici Hrvatskoj,
- podružnica koju je osnovalo investicijsko društvo koje ima sjedište u trećoj državi.

Prema Zakonu o tržištu kapitala (NN br. 54/13 i 18/15, čl. 3) prestaje se koristiti pojam brokersko društvo koje je predstavljalo društvo s ograničenom odgovornošću ili dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj čija je jedina djelatnost mogla biti poslovi s vrijednosnim papirima, te ga zamjenjuje pojmom investicijsko društvo (Zakon o tržištu vrijednosnih papira NN br. 84/02, čl. 36 i Gračan, 2011:36). "Investicijsko društvo jest pravna osoba čija je redovna djelatnost pružanje jedne ili više investicijskih usluga trećima i/ili obavljanje jedne ili više investicijskih aktivnosti" (Zakona o tržištu kapitala, NN br. 54/13 i 18/15, čl. 3).

Investicijske usluge i aktivnosti koje mogu pružati investicijska društva dijele se na osnovne usluge i aktivnosti te pomoćne usluge. Osnovne usluge jesu zaprimanje, prijenos i izvršavanje naloga za račun klijenta, trgovanje za vlastiti račun, upravljanje portfeljem, investicijsko savjetovanje, usluge provedbe ponude i prodaje financijskih instrumenata uz obvezu otkupa i bez obveze, upravljanje multiratelnom trgovinskom platformom. Pomoćne usluge odnose se na pohranu i administriranje financijskih instrumenata i poslovi skrbništva te upravljanje novčanim sredstvima, odnosno instrumentima osiguranja, odobravanje kredita ili zajma ulagatelju, savjetovanje o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima, kao i savjetovanje i usluge vezane uz spajanja i stjecanja udjela u društvima, usluge deviznog poslovanja i slično (Zakona o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, i 110/15, čl. 5).

Investicijsko društvo koje je registrirano u Republici Hrvatskoj može pružati samo one usluge i obavljati aktivnosti, te pružati s njime povezane pomoćne usluge za koje je dobilo odobrenje za rad od HANFA-e te ih je upisalo u sudski registar kao djelatnost.

S time da se investicijskom društvu ne može izdati odobrenje za rad koje sadrži odobrenje za pružanje isključivo pomoćnih usluga (Gračan, 2011: 37).

Jedna od značajnih promjena koja se dogodila na području pružanja i obavljanja investicijskih usluga i aktivnosti jest ona na području licenciranja. Pristupanjem Hrvatske u Europsku uniju 2013. godine investicijskim društvima je omogućeno izravno obavljanje investicijskih usluga i aktivnosti, kao i pomoćnih aktivnosti sa sjedištem u državama članicama koje su potpisale Ugovor o Europskom gospodarskom prostoru<sup>6</sup>. Omogućeno je takvim društvima u Hrvatskoj pružati i obavljati investicijske usluge i aktivnosti bez otvaranja podružnica ili osnivanja novih poslovnih subjekata u Hrvatskoj. Na isti način mogu funkcionirati investicijska društva sa sjedištem u Hrvatskoj. Dakle, mogu obavljati svoje investicijske usluge na području država članica i to na temelju principa reciprociteta. Investicijsko društvo koje ima sjedište u državi članici može pružati svoje usluge onog trenutka kada HANFA dobije obavijest od nadležnog tijela države članice sjedišta investicijskog društva. Sukladno tome, HANFA zaprimila je u 2013. godini od nadzornih tijela država članica 54 obavijesti o investicijskim društvima koje žele pružati svoje usluge na hrvatskom teritoriju. Međutim, gledano obrnutu sliku, niti jedno hrvatsko investicijsko društvo nije zatražilo obavijest o namjeri pružanja investicijske usluge na teritoriju Europske unije (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2016.).

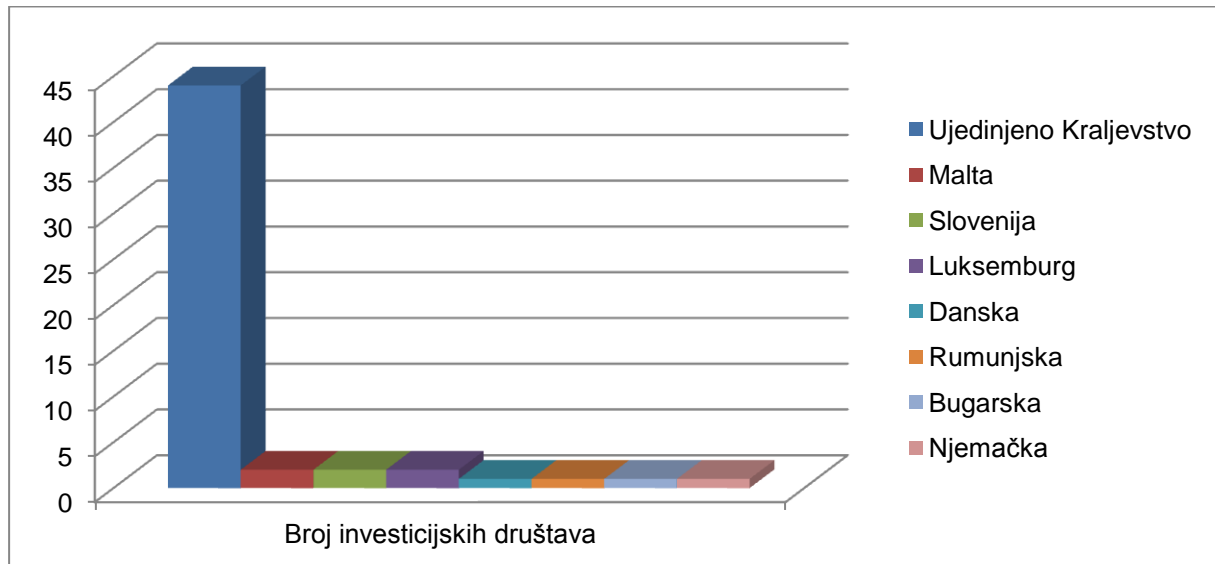
U nastavku rada Grafikonom 2. prikazuje se broj investicijskih društava koja imaju sjedište u državama članicama Europske unije, a mogu neposredno pružati i obavljati investicijsku uslugu i aktivnost u Republici Hrvatskoj za 2013. godinu.

---

<sup>6</sup> Ugovor o Europskom gospodarskom prostoru (engl. passporting).



Grafikon 2. Broj investicijskih društava koja imaju sjedište u državama članicama Europske unije, a mogu neposredno pružati i obavljati investicijsku uslugu i aktivnost u Republici Hrvatskoj za 2013. godinu



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća 2013.* [Online] dostupno na: [http://www.hanfa.hr/getfile/42467/HANFA\\_GI%202013\\_FINALNA%20VERZIJA\\_ZA%20WEB\\_13\\_02\\_2015.pdf](http://www.hanfa.hr/getfile/42467/HANFA_GI%202013_FINALNA%20VERZIJA_ZA%20WEB_13_02_2015.pdf)

Na grafikonu vidimo ukupno 54 investicijska društva koja su tražila odobrenje pružanja investicijskih usluga na području Hrvatske. Ujedinjeno Kraljevstvo je država s najviše odobrenja te ukupno iznosi 44. Slijedi je Malta, Slovenija i Luksemburg s ukupno 2 odobrenja, te naposljetku ostatak država s 1 odobrenjem.

S obzirom na to da je sam Zakon o tržištu kapitala vezan uz način poslovanja investicijskih društava u ovom potpoglavlju su navedene odredbe i propisi dok će u sljedećem poglavlju biti prikazan način poslovanja investicijskih društava u Republici Hrvatskoj na detaljniji način.

## **4. Investicijska društva u Republici Hrvatskoj**

Investicijska društva jesu specijalizirana poduzeća za burzovno poslovanje. Investicijsko društvo ima svoju savjetodavnu, ali i analitičku funkciju. One obavljaju kontinuirane analize tržišta i obavještavaju investitore o profitabilnim segmentima te tako pomažu u stabilnosti tržišta. "Osim neposrednog kontakta s klijentom, većina značajnih investicijskih društva izdaje i publikacije u kojima objavljuje svoje analize i predviđanja" (Lešić i Gregurek, 2014: 64).

U Hrvatskoj status investicijskih društva naveden je Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnih papira u prosincu 1995. godine. Tada je dopušteno obavljanje svih poslova na tržištu vrijednosnicama, što je uključivalo i investicijsko bankarstvo. Investicijska društva su u Hrvatskoj nastale prilikom tranzicije, kada je došlo do prelaska s društvenog vlasništva na tržišnu ekonomiju (Lešić i Gregurek, 2014: 65).

### **4.1. Temeljni kapital investicijskih društva u Republici Hrvatskoj**

Temeljem Zakona o tržištu kapitala (NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15) temeljni kapital investicijskog društva mora biti u cijelosti uplaćen u novcu. Ako investicijsko društvo drži novac i/ili financijske instrumente onda treba imati sljedeću propisanu minimalnu visinu temeljnog kapitala (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 159/13, čl.31. – 35.):

- društvo koje je ovlašteno za zaprimanje i prijenos naloga, izvršavanje i upravljanje portfeljem te može držati novac i financijske instrumente, ali ne može trgovati za vlastiti račun temeljni kapital ne može mu biti manji od 1 mil. kuna,
- kada društvo nije ovlašteno držati novac i/ili financijske instrumente, tada temeljni kapital ne smije biti manji od 400.000 kn,
- lokalno društvo mora imati temeljni kapital u iznosu od najmanje 400.000 kn,
- za zaprimanje i prijenos naloga i investicijsko savjetovanje bez držanja novca i/ili financijskih instrumenata, investicijsko društvo mora imati temeljni kapital od najmanje 400.000 kuna

- ako je društvo ovlašteno i za posredovanje u osiguranju onda mora imati temeljni kapital od najmanje 200.000 kn,
- sva ostala investicijska društva moraju imati temeljni kapital u visini od najmanje 6 mil.kuna.

#### **4.2. Pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti**

Investicijsko društvo je prije samog pružanja investicijskih usluga dužno razvrstati svoje klijente, i to s obzirom na njihovo znanje, iskustvo, financijsku situaciju i ulagačke ciljeve. Tako razlikujemo kvalificirane nalogodavatelje, profesionalne i male ulagatelje (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.60).

Kvalificirani nalogodavatelji spadaju u posebnu kategoriju profesionalnih ulagatelja. Kvalificirani nalogodavatelj je profesionalni ulagatelj koji za određenu investicijsku uslugu<sup>7</sup> zatraži status malog ili profesionalnog ulagatelja. Smatra se da takav klijent ima karakteristike, znanje i iskustvo da im zaštita za određene investicijske usluge nije potrebna. Pod kvalificirane nalogodavatelje spadaju: investicijska društva, kreditne institucije, društva za osiguranje, društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom i otvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom i ostali (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl. 72 – 77).

U profesionalne ulagatelje spadaju klijenti koji imaju dovoljno iskustva, znanja i stručnih kompetencija za samostalno donošenje odluka o ulaganju, ali i pravilnoj procjeni rizika. "Profesionalnim ulagateljima smatraju se i pravne osobe koje, u odnosu na prethodnu poslovnu godinu, zadovoljavaju najmanje dva od sljedećih uvjeta (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.61):

- ukupna aktiva iznosi najmanje 150.000.000 kuna,

---

<sup>7</sup> Pod investicijskom uslugom smatra se zaprimanje i prijenos naloga u svezi jednog ili više financijskih instrumenta, izvršavanje naloga za račun klijenta i trgovanje za vlastiti račun (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.5., st.1., točke 1,2 i 3).

- neto prihod u iznosu od najmanje 300.000.000 kuna,
- kapital u iznosu od najmanje 150.000.000 kuna."

Važno je napomenuti kako profesionalni ulagatelji mogu biti investicijska društva, kreditne institucije, ostale financijske institucije s odobrenjem za rad izdanim od nadležnog tijela, društva za osiguranje, subjekti za zajednička ulaganja i njihova društva za upravljanje i slično (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.61).

Mali ulagatelji jesu ulagatelji koji nisu profesionalni i u tu skupinu spadaju prvenstveno fizičke osobe (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl. 65). Mali ulagatelj može zatražiti prelazak u profesionalnog ulagatelja na temelju zahtjeva kojeg razmatra investicijsko društvo. U ovom slučaju investicijsko društvo procjenjuje klijenta, ovisno o vrsti transakcije ili usluge, da li posjeduje dovoljno znanja i iskustva te da li može donositi samostalne odluke o ulaganju i procjeni rizika. Kako investicijsko društvo ne može unaprijed pretpostaviti da isti posjeduje stručno znanje i iskustvo, Zakonom o tržištu kapitala propisan je proces procjene. Investicijsko društvo utvrđuje zadovoljavaju li se najmanje dva od navedena kriterija da bi mali ulagatelj mogao dobiti status profesionalnog ulagatelja (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.63):

- klijent je na tržištu kapitala izvršio prosječno 10 transakcija značajne vrijednosti, unutar svakog tromjesečja, unatrag godine dana,
- veličina klijentovog portfelja financijskih instrumenata prelazi 4.000.000 kuna,
- klijent radi ili je radio u financijskom sektoru najmanje godinu dana.

Jedna od usluga koja je u prethodnom poglavlju navedena je i investicijsko savjetovanje. Radi se o usluzi koja se odnosi na savjetovanje klijenta kod odabira ili izvršenja određenih usluga ili aktivnosti. Ovom uslugom investicijsko društvo prikuplja podatke o znanju i iskustvu klijenta na području investicija koji su potrebni da bi društvo moglo preporučiti za njih primjerene investicijske usluge i financijske instrumente. Podaci o znanju i iskustvu klijenta prikupljaju se na temelju procjene primjerenosti<sup>8</sup>. Takvom procjenom investicijsko društvo nastoji odrediti vrstu ulaganja

---

<sup>8</sup> Procjena primjerenosti (engl. suitability test).

koja je najprimjerenija za tog klijenta. Ovom procjenom prolazi se kroz tri grupe pitanja: ona koja se odnose na znanje i iskustvo klijenta, ona koja se odnose na financijsku situaciju klijenta te ona koja se odnosi na investicijske ciljeve kojima se ispituje vremensko razdoblje ulaganja (Gračan, 2011: 58).

Druga situacija jest ako investicijsko društvo klijentu pruža usluge kupnje i prodaje financijskih instrumenata bez investicijskog savjetovanja, tada se primjenjuje procjena prikladnosti. Procjena prikladnosti odnosi se na zaštitu onih koji ne razumiju ili nisu svjesni razine rizika koji se odnosi na transakciju, s time da je naglasak na kompleksne<sup>9</sup> financijske instrumente ili kada klijent nije pravovremeno reagirao na izvršenje transakcije. Ako investicijsko društvo uvidi da u okviru procjene prikladnosti klijent ima potrebno znanje i iskustva, te shvaća povezane rizika s ulaganjem, tada će ono jednostavno provesti transakciju. Ako se radi o obrnutoj situaciji tada klijent dobiva upozorenje o neprikladnoj transakciji (Gračan, 2011: 59).

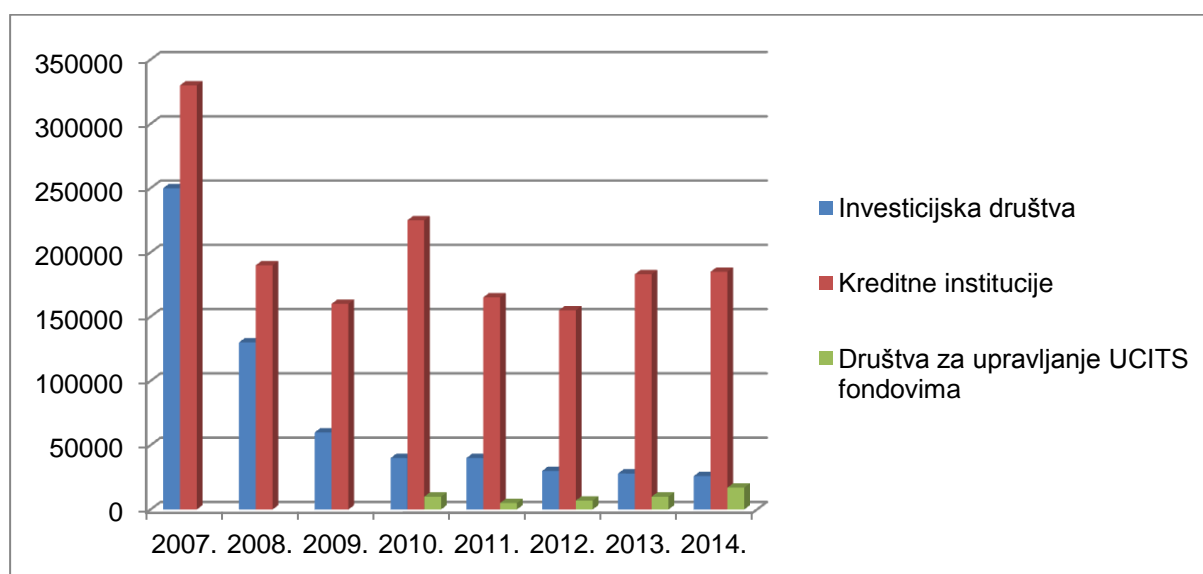
Investicijske usluge i aktivnosti u Republici Hrvatskoj mogu pružati i kreditne institucije (pored investicijskih društava) koje su prethodno dobile odobrenje od Hrvatske narodne banke. Kada se spominju strane kreditne institucije koje pružaju investicijske usluge i aktivnosti u Hrvatskoj onda ih one mogu pružati prema istim kriterijima koja vrijede za investicijska društva, ovisno o tome imaju li sjedište u trećoj državi ili državi članici Europske unije (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.6 st.2). Djelatnost kreditnih institucija jest primanje depozita ili drugih povratnih sredstava od javnosti i odobravanje kredita za svoj račun ili izdavanje plaćanja u obliku elektroničkog novca. Ona također ima ulogu regulacije zaštite ulagatelja, organizacijske zahtjeve kao i nadzor nad pružanjem investicijskih usluga (Gračan, 2011: 38). Nadalje, pored investicijskih društava i kreditnih institucija investicijske usluge može pružati i društvo za upravljanje otvorenim investicijskim fondom s javnom ponudom. Usluge koje takvo društvo može pružati jesu usluge upravljanja portfeljem i investicijskog savjetovanja (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 18/15, čl.7 st.1).

---

<sup>9</sup> Pod kompleksnim financijskim instrumentima podrazumijevamo dionice uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu, udjele u određenim investicijskim fondovima, instrumenti tržišta novca, različite vrste obveznica. Većinom se radi o opcijama, budućnosnicama, zamjenama i slično.

U nastavku slijedi prikaz ukupnih prihoda pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijske aktivnosti u razdoblju od 2012. do 2014. godine.

Grafikon 3. Ukupni prihodi pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijske aktivnosti u razdoblju od 2007. godine do 2014. godine (u tisućama kn)



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2012.–2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

U 2007. godini investicijske usluge i aktivnosti pružale su samo kreditne institucije i investicijska društva. Za kreditne institucije ukupni prihodi iznosili su 330.000.000 kn, dok su iste za investicijska društva iznosili 250.000.000 kn. U 2012. godini kreditne institucije ostvarile su 81,8% ukupnih prihoda. Investicijska društva u 2012. godini temeljem obavljanja investicijskih usluga ostvarila su smanjenje od 32,9% u odnosu na 2011. godinu. Čak 81,1% ukupnih prihoda od investicijskih usluga i aktivnosti ostvarile su kreditne institucije u 2013. godini. Najvećim dijelom do povećanja došlo je zbog povećanja prihoda od prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa (Hrvatska agencija za nadzor nad financijskim uslugama, 2013). Investicijska društva u 2013. godini temeljem investicijskih usluga i aktivnosti ostvarila su prihode u iznosu

od 27,8 mil. kn uz smanjenje od 3,6% u odnosu na 2011. godinu. Ukupni prihodi investicijskih društava, kreditnih institucija i UCITS fondova koji su ovlašteni pružati investicijske usluge i obavljati aktivnosti bili su u 2014. godini približno na istoj razini kao i u 2013. godini. Kreditne institucije ostvaruju najveći dio prihoda i to 82,9% ukupnih prihoda, investicijska društva ostvaruju manji dio prihoda čineći svega 10,7% ukupnih prihoda, dok UCITS fondovi ostvaruju svega 6,4% ukupnih prihoda. Prihodi investicijskih društava smanjili su se kroz godine zbog prestanka pružanja i obavljanja investicijske aktivnosti određenih investicijskih društava. Prihodi UCITS fondova povećani su zbog povećane imovine povezane s uslugom upravljanja portfeljem što je dovelo do povećanja naknada ostvarenih temeljem te imovine (Hrvatska agencija za nadzor nad financijskim uslugama, 2014.).

### 4.3. Izvršavanje naloga

"Nalog može biti kupovni ili prodajni. Prihvaćanjem naloga sklopljen je ugovor kojim se investicijsko društvo obvezuje poduzeti radnje s ciljem zaključavanja ugovora o kupnji ili prodaji financijskih instrumenata u skladu s nalogom i za račun klijenta, a klijent se obvezuje za obavljanje tih poslova platiti naknadu." (Gračan, 2011:61)

Ako je nalog prihvaćen to znači da investicijsko društvo nije odbilo izvršenje naloga te ga je kao takvog prihvatilo onog trenutka kada je protekao rok za slanje obavijesti o odbijanju naloga. Ako je takav nalog odbijen od strane investicijskog društva, tada se klijenta obavještava o razlozima odbijanja izvršenja (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.78, st.2 i 3).

Brokери koji posluju vrijednosnim papirima nude nekoliko usluga. Postoje tri primarne vrste transakcija, a odnose se na izvršni nalog<sup>10</sup>, uvjetni nalog<sup>11</sup> (limitirani) i kratku prodaju<sup>12</sup>. Najzastupljenija vrsta naloga jest ona koja se odnosi na izvršni i limitirani nalog. Kada klijent daje nalog brokeru da kupi ili proda vrijednosni papir po trenutnoj tržišnoj cijeni takvu situaciju nazivamo izvršnim nalogom. Kod izvršnog naloga postoji rizik da se cijena vrijednosnog papira promijenila od trenutka kad je klijent donio

---

<sup>10</sup> Izvršni nalog – engl. market order.

<sup>11</sup> Uvjetni nalog – engl. limit order.

<sup>12</sup> Kratka prodaja – engl. short sell.

odluku o ulaganju (Mishkin i Eakins, 2005: 577). "Limitirani nalog označava nalog za kupnju ili prodaju određene količine financijskih instrumenata po cijeni navedenoj u nalogu ili po cijeni koja je za klijenta povoljnija" (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl.83). Za klijenta je najvažnija cijena koja se postiže na tržištu, te ako nije moguće nalog odmah izvršiti tada investicijsko društvo mora pronaći rješenje za njegovo izvršenje (Čulinović, Herc 2010: 68).

Prema kratkoj prodaji zahtjev ulagača jest da posudi vrijednosni papir od brokerskog društva te ih prodaje kako bi ih otkupio prema očekivanom padu njegove cijene, i nakon što vrati brokeru vrijednosni papir ostvaruje zaradu na padu cijene. Predstavlja špekulativnu operaciju jer se provodi u cilju očekivanja pada cijene vrijednosnog papira. Kratka prodaja omogućuje da se iskoristi prednost smanjenja cijene dionica, dok prednost izvršnog i limitiranog naloga je iskorištavanje rasta cijena dionica (Mishkin i Eakins, 2005: 578).

Prema Uredbi o kratkoj prodaji pred investitore postavlja sljedeće zahtjeve vezano uz kratku prodaju dionica na osnovi nastanka statusa neispunjavanja obveza (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2016.):

- "fizička ili pravna osoba može ugovoriti kratku prodaju dionice ako je takva prodaja pokrivena posudbom dionice, sporazumom o posudbi ili ako investitor ima dogovor s trećom stranom na temelju kojeg treća strana potvrđuje da je dionica raspoloživa – dakle, nepokrivene<sup>13</sup> kratke prodaje dionica su zabranjene".

Investicijsko društvo svaki nalog za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta treba provest tako da se postigne najpovoljnije moguće rješenje za klijenta, odnosno rezultata.<sup>14</sup> Shodno tome investicijsko društvo mora najprije identificirati mjesto trgovanja na kojem se može postići najpovoljniji rezultat za klijenta. Prilikom trgovanja na više mjesta investicijska društva moraju uzeti u obzir razne faktore, koji se odnose na cijenu, troškove, brzinu i vjerojatnost izvršenja. Među glavne faktore

---

<sup>13</sup> Nepokrivena kratka prodaja dionica odnosi se na dionice koje su uvrštene na mjesta trgovanja u Europskoj uniji, neovisno radi li se o transakciji koja se sklapa na mjestu trgovanja ili izvan mjesta trgovanja (Zakon o provedbi uredbe o kratkoj prodaji, NN br. 54/2013, čl.12).

<sup>14</sup> Najpovoljniji mogući rezultat za klijenta (engl. best execution).



spadaju cijena i ukupni troškovi<sup>15</sup> (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15 i 110/15, čl. 85-88).

#### **4.4. Ispiti za brokere i investicijske savjetnike**

Broker je zaposlenik investicijskog društva koji je dobio odobrenje za rad od strane HANFA-e. Obavlja poslove zaprimanja i izvršavanja naloga za račun klijenta. Investicijskim savjetnikom smatra se osoba koja je zaposlena u investicijskom društvu na temelju odobrenja HANFA-e te koja obavlja poslove zaprimanja i prijenosa naloga u svezi s jednim ili više financijskih instrumenata, izvršavanja naloga za račun klijenta, upravljanja portfeljem i investicijskog savjetovanja (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 54/13, čl.24 st. 1. i 2.).

"Kako bi se postalo broker ili investicijski savjetnik, potrebno je zadovoljavati određene uvjete. Tako uz odgovarajuću formalnu naobrazbu, podnositelj zahtjeva za izdavanje odobrenja za rad brokera ili investicijskog savjetnika mora imati položen ispit za obavljanje poslova brokera i/ili investicijskog savjetnika (u organizaciji HANFA-e), biti zaposlen u investicijskom društvu u punom radnom vremenu, imati najmanje šestomjesečno radno iskustvo na poslovima koji se mogu usporediti s poslovima investicijskog društva, te imati dobar ugled. Ako osoba zadovoljava uvjete, HANFA joj, na temelju podnesenog zahtjeva, može izdati odobrenje za rad<sup>16</sup>" (Gračan, 2010: 45).

U slučaju da broker ili investicijski savjetnik obavljanjem poslova za koje su ovlašteni prekrše odredbe Zakona o tržištu kapitala ili na temelju njega donesenih propisa, HANFA oduzima izdano odobrenje. Tako se određuje rok u kojem broker ili investicijski savjetnik ne mogu ponovno zatražiti izdavanje odobrenja. Rok ne može biti dulji od pet godina, ali niti kraći od tri mjeseca. (Gračan, 2010: 45).

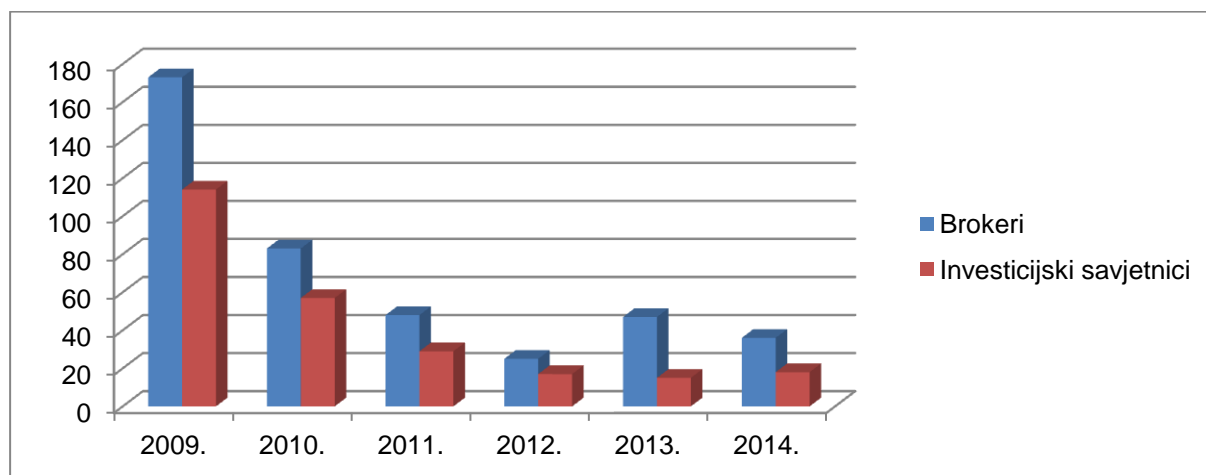
---

<sup>15</sup> Pod ukupnim troškovima podrazumijevamo cijenu, svi povezani troškovi, provizija mjesta trgovanja, provizija za poravnanje i namiru i sve ostale naknade koje se plaćaju trećim osobama koje su uključene u izvršenje naloga.

<sup>16</sup> Agencija, u skladu s odredbama Pravilnika o uvjetima za stjecanje i provjeru stručnih znanja potrebnih za dobivanje dozvole ili licence za obavljanje poslova brokera i investicijskog savjetnika (NN 80/2010), organizira i provodi obrazovni program i stručne ispite za obavljanje poslova brokera i investicijskog savjetnika.

U nastavku slijedi prikaz broja kandidata koji su pristupili ispitu za dobivanje odobrenja za rad brokera i investicijskog savjetnika u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine.

Grafikon 4. Broj kandidata koji su pristupili ispitu za dobivanje odobrenja za rad brokera i investicijskog savjetnika u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine



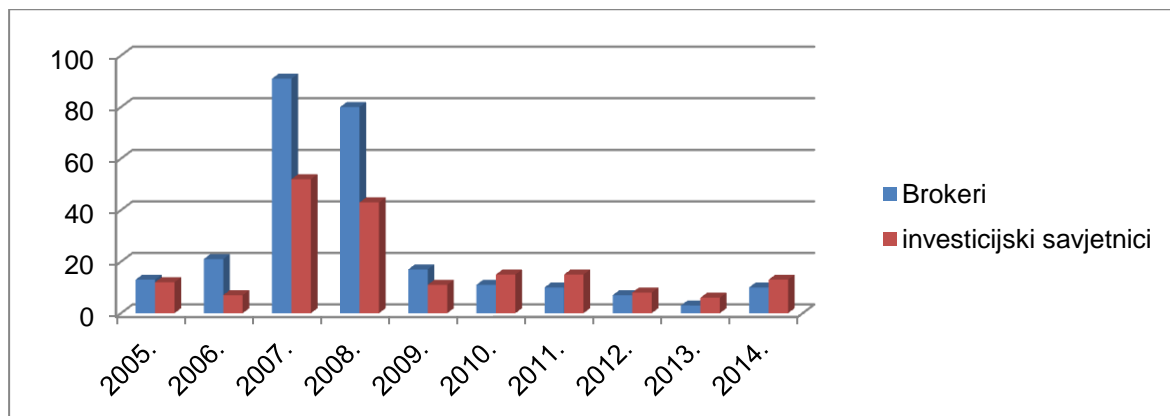
Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Na Grafikonu 4. vidi se da je prisutan veći broj kandidata koji su pristupili ispitu za dobivanje odobrenja za rad brokera, nego investicijskog savjetnika. Taj broj se kroz godine smanjivao. Tako je broj kandidata za obavljanje posla brokera u 2009. godini iznosio 173, dok je u 2014. godini je isti iznosio 36. Kada gledamo stupce koji se odnose na kandidate za posao investicijskog savjetnika tada vidimo da je u 2009. godini taj broj iznosio 114, dok je u 2014. godini isti iznosio 18.

Razlog pada broja kandidata za posao brokera i investicijskog savjetnika ukazuje na smanjenje interesa kandidata za dobivanje odobrenja za rad, što se prvenstveno može pripisati smanjenju aktivnosti na tržištu uslijed utjecaja financijske krize (Hrvatska agencija za nadzor nad financijskim uslugama, 2012.).

U nastavku slijedi prikaz broja izdanih dozvola za rad brokera i investicijskih savjetnika za razdoblje od 2005. godine do 2014. godine.

Grafikon 5. Izdavanje dozvola za rad brokera i investicijskih savjetnika za razdoblje od 2005. godine do 2014. godine

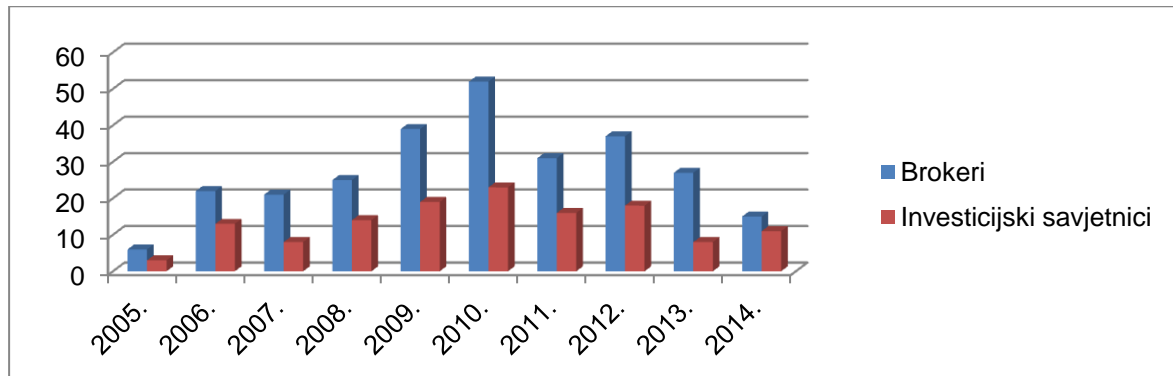


Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2005. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prema Grafikonu 5. vidimo da je do 2009. godine veći broj izdavanja dozvola za rad brokera, nego investicijskih savjetnika. Nakon 2009. godine dolazi do promjene, te je nakon toga ishodovano veći broj dozvola za rad investicijskog savjetnika. U 2007. i 2008. godini dolazi do velikog porasta broja izdanih dozvola za rad brokera, ali i investicijskih savjetnika. Tako je u 2007. godini broj izdanih dozvola za rad brokera iznosio 91, a u 2008. godini isti je iznosio 80. U 2014. godini iznosio je 10. Kada gledamo investicijske savjetnike taj broj je nešto manji, pa je tako u 2007. godini on iznosio 52, dok je u 2008. godini bio 43. U 2014. godini izdano je 13 dozvola za rad investicijskih savjetnika.

U nastavku slijedi prikaz broja oduzetih dozvola za rad brokera i investicijskih savjetnika za razdoblje od 2005. godine do 2014. godine.

Grafikon 6. Oduzimanje dozvola za rad brokera i investicijskih savjetnika za razdoblje od 2005. godine do 2014. godine



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2005. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Iz Grafikona 6. vidimo da su većim dijelom oduzete dozvole za rad brokera, nego investicijskog savjetnika. Broj oduzetih dozvola za rad brokera od 2005. godine do 2010. godine je u porastu. Tako je u 2005. godini broj oduzetih dozvola iznosio 6, dok je u 2010. godini iznosio 52. U 2014. godini ista su iznosila 15. Kada gledamo oduzete dozvole za rad investicijskim savjetnicima, onda možemo reći da se također od 2005. godine do 2010. godine taj broj povećavao. U 2005. godini bile su oduzete 3 dozvole za rad investicijskog savjetnika, dok je u 2010. godini taj broj iznosio 23. U 2014. godini broj oduzetih dozvola za rad investicijskog savjetnika iznosio je 11.

Oduzete dozvole kako za rad brokera, tako i za rad investicijskog savjetnika, pripisane su administrativnim razlozima poput prestanka radnog odnosa u investicijskom društvu ili prestanak važenja odobrenja za rad investicijskog društva u kojem su isti bili zaposleni (Hrvatska agencija za nadzor nad financijskim uslugama, 2010.).

## 5. Analiza poslovanja investicijskih društava u Republici Hrvatskoj

Zakonom o računovodstvu investicijska društva smatraju se subjektima javnog interesa koja sukladno propisima Republike Hrvatske moraju primjenjivati računovodstvene standarde kao i sastavljati godišnje izvještaje pomoću kojih je moguće provjeriti poslovne događaje, financijski položaj i uspješnost poslovanja (Zakon o računovodstvu NN br. 78/15 i 134/15). Investicijsko društvo dužno je financijske izvještaje za razdoblje tijekom poslovne godine dostaviti HANFA-i sukladno strukturi i sadržaju koji su definirani tehničkom uputom (Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja investicijskih društava, NN br. 20/10 i 30/13).

"Financijski izvještaji investicijskih društava jesu: izvještaj o financijskom položaju, izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti, izvještaj o novčanim tokovima, izvještaj o promjenama kapitala, bilješke uz financijske izvještaje" (Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja investicijskih društava, NN br. 20/10 i 30/13, čl. 3).

Bilanca prikazuje iznos i sastav izvora sredstava koje je investicijsko društvo ostvarilo za financiranje aktivnosti posuđivanja i investiranja, te isto tako koliko je novaca uspjelo plasirati u kredite, vrijednosnice i ostalo (Rose 2003: 117). Kad je riječ o bilanci investicijskih društava najveća pažnja usmjerena je na financijsku imovinu kada govorimo o aktivni. Kod pasive prisutan je najveći iznos kod obveza investicijskih društava. Potrebno je naglasiti da oba iznosa opadaju tijekom godina iz razloga zatvaranja velikog broja brokerskih društava. Bilanca investicijskih društava prikazana je u Prilogu 1.

Račun dobiti i gubitka predstavlja financijski izvještaj koji prikazuje prihode i rashode ostvarene u određenom razdoblju. Tim izvještajem prikazana je slika uspješnosti poslovanja investicijskog društva. Glavne stavke ovog izvještaja jesu prihodi i rashodi i ostvarena razlika (dobitak ili gubitak) (Žager, 2008: 67). U strukturi prihoda i rashoda investicijskih društva velika pozornost usmjerena je na prihode/rashode od provizija i naknada koje društvo ostvari na temelju svojeg poslovanja. Račun dobiti i gubitka prikazan je u Prilogu 2. ovog rada.

Izveštaj o promjeni kapitala odnosi se na prikaz stanja investicijskog društva na zadnji dan prethodne i tekuće godine. Obuhvaća pregled dioničkog kapitala i pričuva. Sastavlja se za određeno obračunsko razdoblje, najčešće jednu poslovnu godinu (Rose, 2003: 144).

Analiza poslovanja brokerskih društava u Republici Hrvatskoj temelji se na agregiranim podacima prikazanim u godišnjim financijskim izvještajima. Ono što je važno napomenuti da su financijska izvješća, točnije bilanca kao i račun dobiti i gubitka sažetog oblika. Prikupljeni podatci odnose se na razdoblje od 2008. – 2014. godine. Vremensko razdoblje analize poslovanja investicijskih društava je kraće s obzirom da su podatci u godišnjim izvješćima nedostupni. Prilikom analize korištena je statistička metoda kojom su prikazani uvodno opći pokazatelji poslovanja zatim slijede prihodi s osnove pružanja investicijskih usluga i obavljanja investicijske aktivnosti. Slijedi upravljanje portfeljem i skrbništvo nad financijskim instrumentima, profitabilnost imovine i glavnice investicijskih društava i naposljetku adekvatnost kapitala.

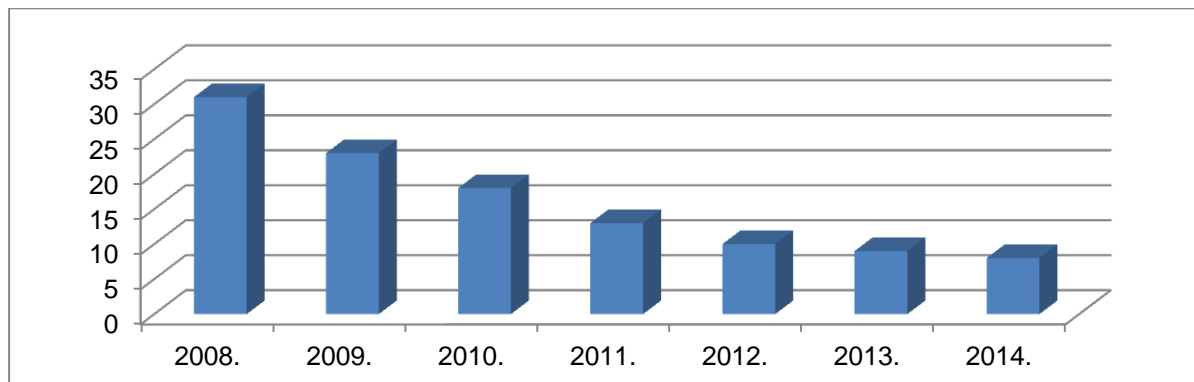
### **5.1. Opći podatci poslovanja investicijskih društava**

U poglavlju općih podataka poslovanja investicijskih društava biti će prikazani pokazatelji poput broja aktivnih investicijskih društava, ukupne aktive, ukupne dobiti/gubitka te prihoda od provizije i naknade kao najznačajnijih prihoda.

#### *Ad 1.* Broj aktivnih investicijskih društava

U nastavku je prikazan broj aktivnih investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine.

Grafikon 7. Broj aktivnih investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine



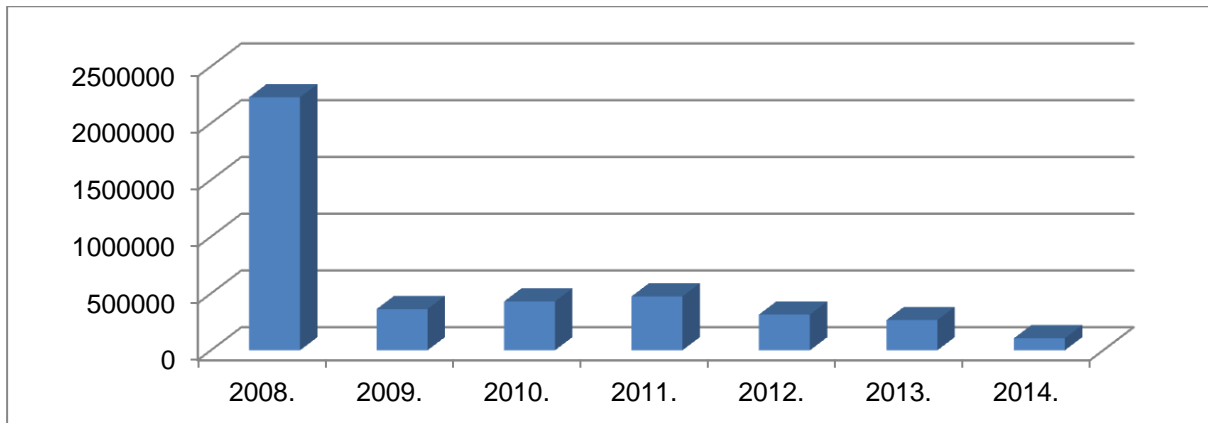
Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2008. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Promatrajući trend kretanja broja aktivnih investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine na prikazanom grafu, primjećuje se trend pada. U 2008. godini broj aktivnih investicijskih društava bio je 31, te od tada kontinuirano pada. U 2014. broj aktivnih investicijskih društava iznosio je 8. Značajno smanjenje broja investicijskih društava uzrokovano je padom prometa na Zagrebačkoj burzi te povećanje troškova poslovanja zbog usklađenja s novom zakonskom regulativom Europske unije.

#### Ad 2. Ukupna aktiva investicijskih društava

U nastavku je prikazana ukupna aktiva investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine.

Grafikon 8. Ukupna aktiva investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2008. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

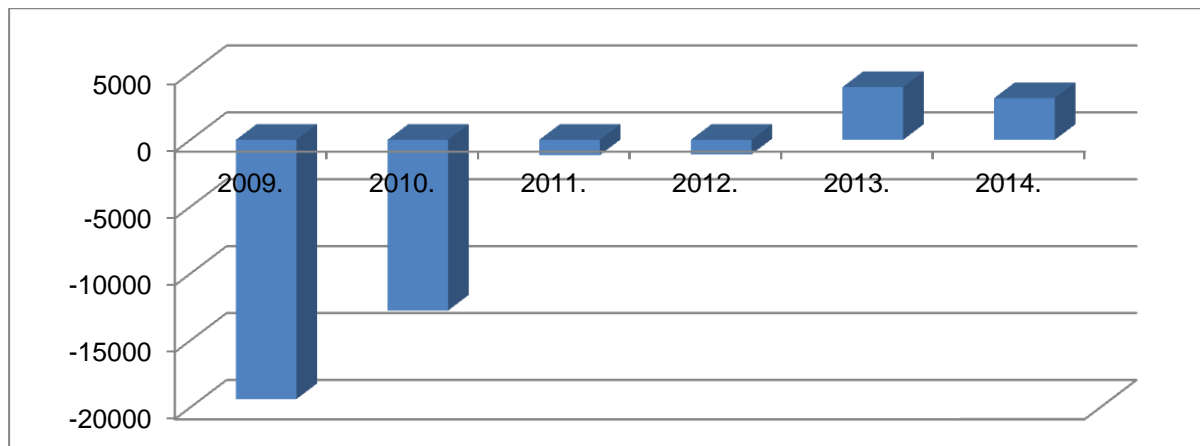
Ukupna aktiva investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine značajno pada. Uzrok tome jest prestanak poslovanja investicijskih društava, što se u prethodnom grafikonu može vidjeti. U 2008. godini ukupna aktiva investicijskih društava iznosila je 2.228.836.000 kn, naravno odnosi se na agregiranu imovinu za ukupno 31 društvo. U 2014. godini ista iznosi 105.827.000 kn za ukupno 8 društava. U razdoblju od 2008. godine do 2014. godine najveći udio u ukupnoj aktivi ima financijska imovina (vidjeti Prilog 1.).

### Ad 3. Ukupna dobit investicijskih društava

U nastavku slijedi prikaz ukupna dobit investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine.



Grafikon 9. Ukupna dobit/gubitak investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)



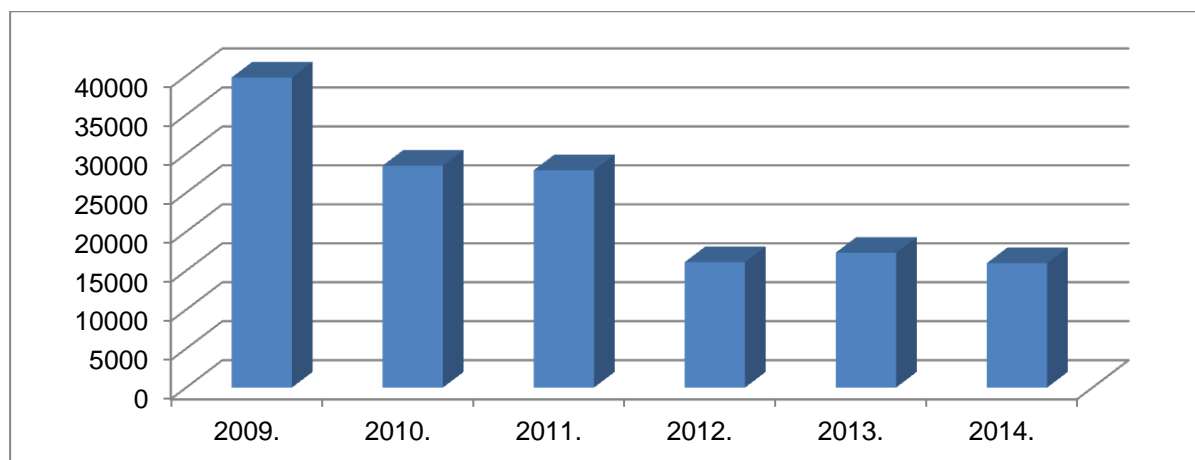
Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prema Grafikonu 9. ukupan gubitak investicijskih društava u 2009. godini iznosio je - 19.379.000 kn. U 2010. godini dobit u ukupnom iznosu od 2 mil. kn ostvarilo je 5 investicijskih društava, a 13 investicijskih društava ostvarilo je gubitak u ukupnom iznosu od 16,1 mil. kn. Vidi se kako investicijska društva ostvaruju gubitak sve do 2012. godine kada je on iznosio -1.083.000 kn. U 2014. godini ukupna dobit investicijskih društava iznosi 3.126.000 kn. U 2014. godini dobit u ukupnom iznosu od 3,4 mil. kn ostvarilo je 6 investicijskih društava, a gubitak je ostvarilo 1 investicijsko društvo u ukupnom iznosu od 296,7 tis. kn.

#### Ad 4. Prihodi od provizije i naknada investicijskih društava

U nastavku slijedi prikaz grafikona prihoda od provizije i naknada investicijskih društava za razdoblje od 2009. godine do 2014. godine

Grafikon 10. Prihodi od provizije i naknada investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Ukupni prihodi od provizije i naknada investicijskih društava imaju tendenciju pada u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine što je uvjetovano prestankom poslovanja investicijskih društava. U 2009. godini prihodi od naknada i provizija iznosili su 39.777.000 kn. U 2010. godini isti iznose 28.470.000 kn. Kada gledamo strukturu prihoda u 2010. godini najznačajniji su upravo prihodi od provizija i naknada koji čine 53,1% ukupno ostvarenih prihoda. U 2014. godini prihodi od naknada i provizija iznosili su 15.958.000 kn.

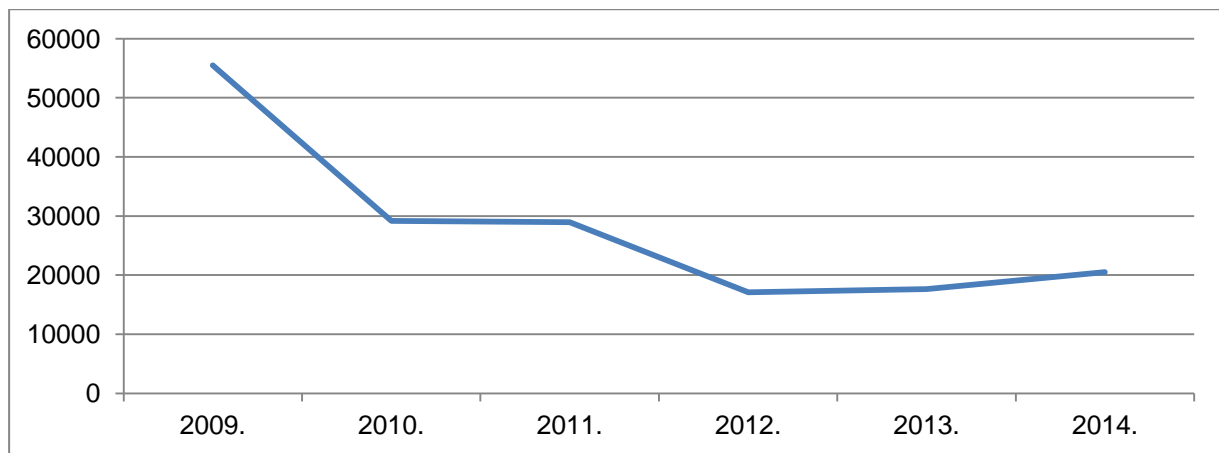
## 5.2. Prihodi s osnove pružanja investicijskih usluga i obavljanja investicijske aktivnosti

Prema Međunarodnim računovodstvenim standardima (2000: 324), prihodi su "povećanje ekonomske koristi tijekom obračunskog razdoblja u obliku priljeva, povećanja sredstava ili smanjenja obveza". S obzirom na to da se teorijskim dijelom (pogledati poglavlje institucionalni okvir i investicijska društva u Republici Hrvatskoj)

opisalo koje investicijske usluge i aktivnosti obavljaju i pružaju investicijska društva, ovdje ćemo prikazati prihode koje ostvaruju obavljanjem i pružanjem istih.

U nastavku je prikazano kretanje prihoda od zaprimanja i prijenosa naloga i prihodi od izvršenja naloga za račun klijenta u razdoblju od 2009. do 2014. godine.

Grafikon 11. Prihod od zaprimanja i prijenosa naloga i prihod od izvršenja naloga za račun klijenta u razdoblju od 2009. do 2014. godine (u tisućama kuna)

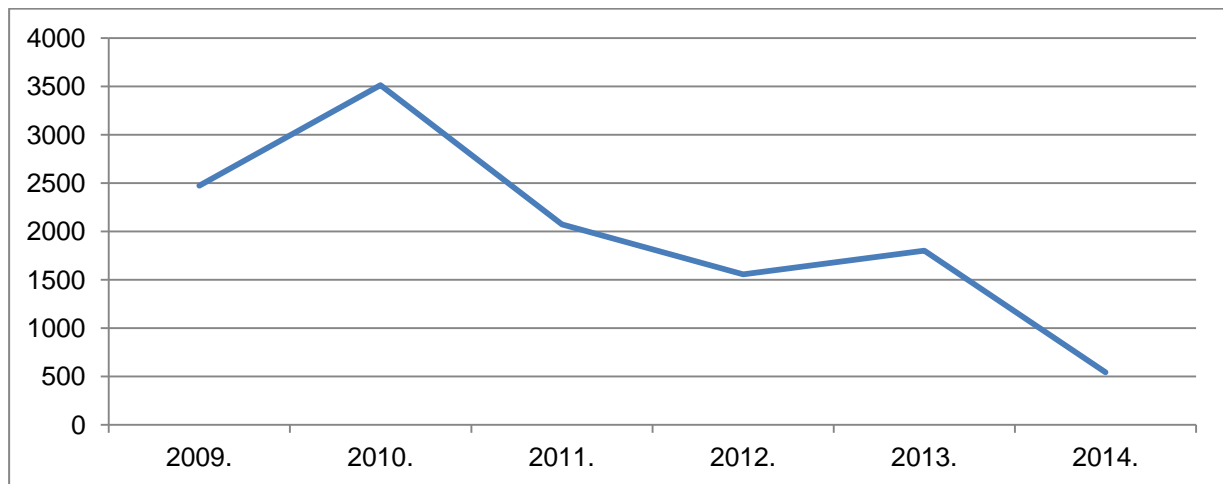


Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Promatrajući trend kretanja prihoda od zaprimanja i prijenosa naloga i prihod od izvršenja naloga za klijenta investicijskih društva u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2009. do 2014. godine vidljiv je značajan pad u 2010. godini kada su prihodi iznosili 17.651.000 kn. U 2014. godini prisutan je lagani trend rasta kada su prihodi iznosili 20.517.000 kn. Važno je napomenuti kako je u 2009. godini bilo aktivno 23 investicijskih društava, dok se taj broj u 2014. godini znatno smanjio te je iznosio svega 8. Ovi prihodi su najznačajniji u cijeloj skupini prihoda te kao takvi predstavljaju glavninu prihoda. Razlog značajnog pada prihoda od zaprimanja i prijenosa naloga i prihoda od izvršenja naloga za klijenta kroz godine jest prestanak poslovanja investicijskih društava (vidjeti Grafikon 7.).

U nastavku slijedi prikaz kretanja prihoda od upravljanja portfeljem u razdoblju od 2009. do 2014. godine.

Grafikon 12. Prihodi od upravljanja portfeljem u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)

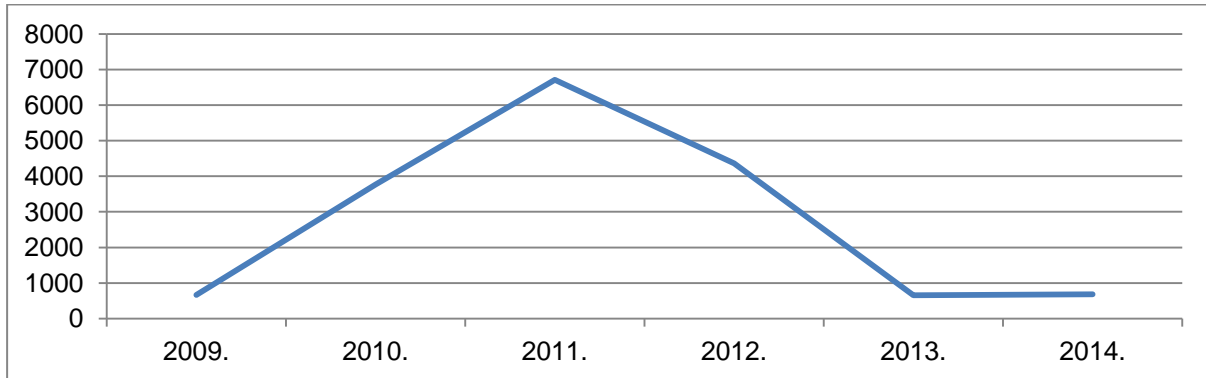


Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prema Grafikonu 12. prikazani su prihodi od upravljanja portfeljem koji se odnose na prihode koji su ostvareni na temelju novčanih sredstava koja su klijenti prepustili na raspolaganje investicijskom društvu kojima ono upravlja pri vođenju portfelja. U 2009. godini prihodi od upravljanja portfeljem iznosili su 2.473.000 kn. Trend rasta prisutan je u 2010. godini kada su prihodi iznosili 3.511.000 kn, dok su u 2011. godini iznosili 2.073.000 kn. Značajan pad zabilježen je u 2014. godini kada su iznosili 542.000 kn. Zbog prestanka pružanja investicijskih usluga i obavljanja investicijske aktivnosti pojedinih investicijskih društava doveli su do pada prihoda od upravljanja portfeljem.

U nastavku slijedi prikaz kretanja prihoda od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa za razdoblje od 2009. godine do 2014. godine.

Grafikon 13. Prihod od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa za razdoblje od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)

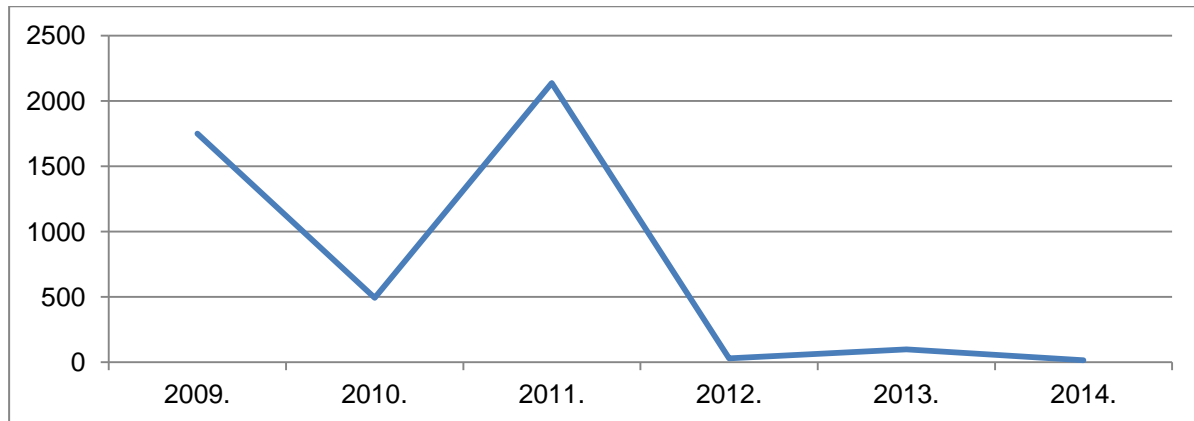


Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Iz Grafikona 13. prihodi od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa u 2009. godini iznosili su 661.000 kn. Od 2009. godine do 2013. godine bilježi se trend rasta, a najveća zabilježena vrijednost je u 2011. godini kada iznose 6.710.000 kn. U 2012. godini isti su iznosili 4.359.000 kn. U 2013. godini dolazi do pada te iznose 659.000 kn, dok su u 2014. godini oni iznosili 681.000 kn. Prihodi od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa su od 2011. godine u značajnom padu što je najvećim dijelom uvjetovano prestankom obavljanja investicijskih aktivnosti od strane investicijskih društava.

U nastavku slijedi prikaz kretanja prihoda od investicijskog savjetovanja za razdoblje od 2009. do 2014. godine.

Grafikon 14. Prihod od investicijskog savjetovanja za razdoblje od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)

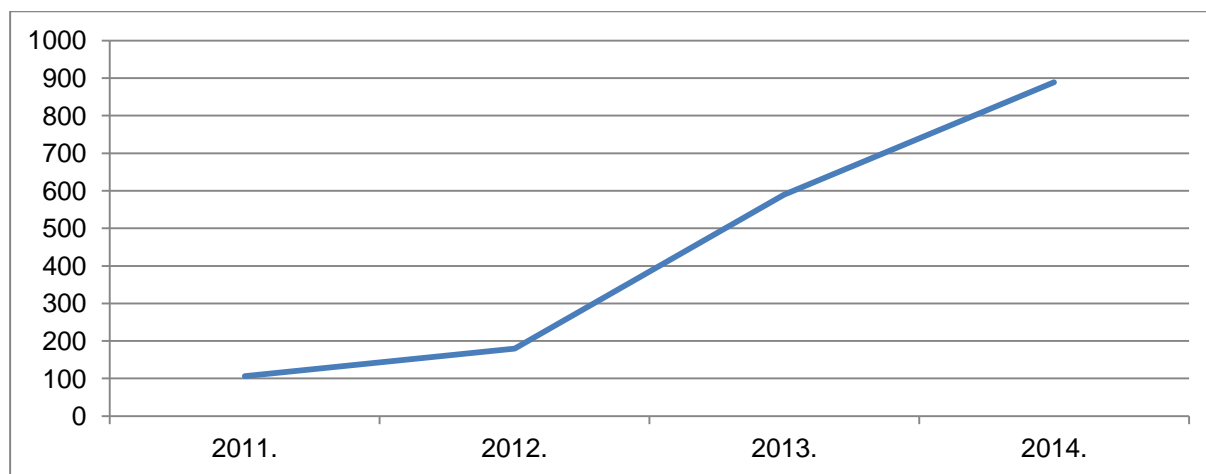


Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

U Grafikonu 14. prihodi od investicijskog savjetovanja u 2009. godini iznosili su 1.749.000 kn, da bi se u 2010. godini vrijednost istih smanjila te je iznosila 494.000 kn. Nadalje u 2011. godini isti su iznosili 2.137.000 kn, što je ujedno i najveće povećanje u ovih 6 godina. U 2014. godini iznosili su 14.000 kn. Reduciranje troškova poslovanja investicijskih društava uzrokovanih negativnim trendovima na tržištu kapitala u posljednjih nekoliko godina utjecalo je na smanjenje broja brokera i investicijskih savjetnika u investicijskim društvima (vidjeti Grafikon 6.) što je dovelo do značajnog pada i prihoda od investicijskog savjetovanja.

U nastavku slijedi prikaz kretanja prihoda od pohrane i administriranja financijskih instrumenta za račun klijenta i skrbništva za razdoblje od 2011. do 2014. godine.

Grafikon 15. Prihodi od pohrane i administriranja financijskih instrumenta za račun klijenta i skrbništva za razdoblje od 2011. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)

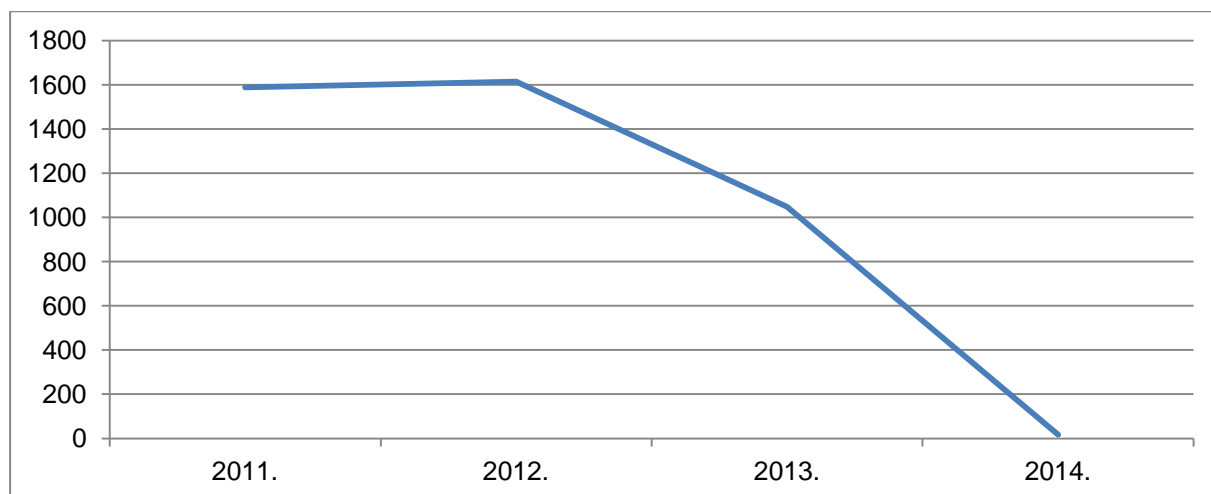


Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2011. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prihodi od pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenta i skrbništva imaju trend rasta koji se može vidjeti iz Grafikona 15. Od 2011. godine kada su iznosili 106.000 kn ti prihodi se povećavaju te su u 2014. godini iznosili 889.000 kn. Rast prihoda od pohrane i administriranja financijskih instrumenata za račun klijenta i skrbništva kroz razdoblje 2011.- 2014. godine znače da investicijska društva omogućavaju veliku sigurnost i anonimnost prilikom pohrane i administriranja financijskih instrumenata.

U nastavku slijedi prikaz kretanja prihoda koji omogućuju ulagatelju zaključavanje transakcije za razdoblje od 2011. do 2014. godine.

Grafikon 16. Prihodi koji omogućuju ulagatelju zaključavanje transakcije u razdoblju od 2011. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)



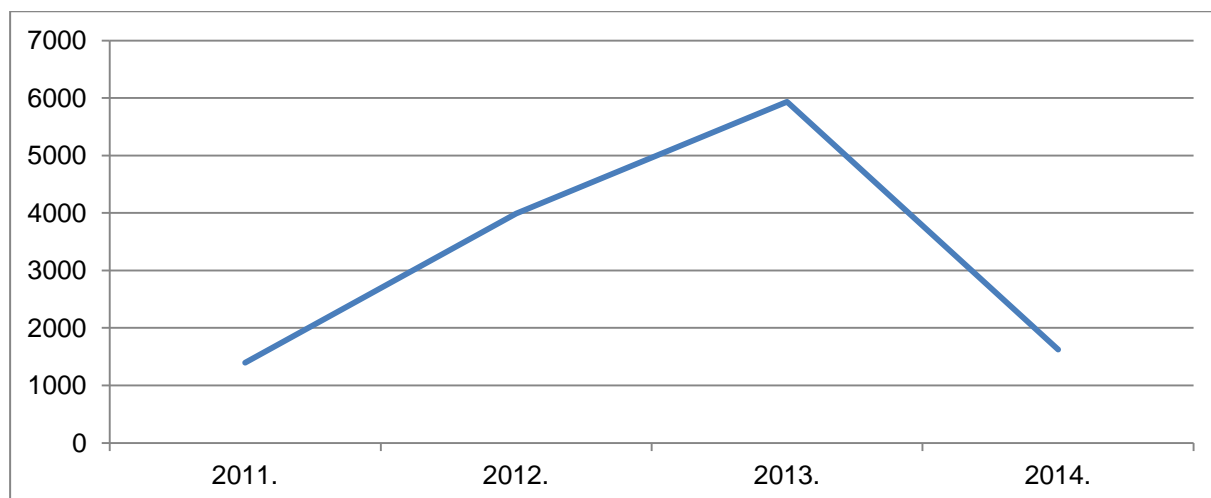
Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2011. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prema Grafikonu 16. prihodi koji omogućuju ulagatelju zaključavanje transakcije iznosili su u 2011. godini 1.588.000 kn, dok su u 2012. godini iznosili 1.614.000 kn. Od 2012. do 2014. godine bilježi se pad prihoda koji omogućuju ulagatelju zaključavanje transakcije. U 2014. godini iznosili su 17.000 kn. U nastojanju optimiziranja troškova poslovanja pojedina investicijska društva prestala su pružati neke od investicijskih usluga i aktivnosti za koje se smanjio interes ulagatelja i za koje su smatrali da im nisu poslovno isplative.

U nastavku slijedi prikaz kretanja prihoda od savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima za razdoblje od 2011. godine do 2014. godine.



Grafikon 17. Prihod od savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima za razdoblje od 2011. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2011. - 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prihodi od savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima u 2011. godini iznosili su 1.394.000 kn, u 2012. godini iznosili su 3.990.000 kn te u 2013. godini postižu maksimum od 5.932.000 kn. Investicijska društva su u razdoblju od 2011. do 2013. godine imala veće prihode od savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima zbog većeg interesa klijenta koji se odnosio na pitanja vezana uz poslovna spajanja i stjecanja dionica i poslovnih udjela u drugim društvima. Naposljetku u 2014. godini prihodi od savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima iznose 1.623.000 kn te su u padu zbog pada interesa klijenata za savjetovanje.

### 5.3. Upravljanje portfeljem i skrbništvo nad financijskim instrumentima

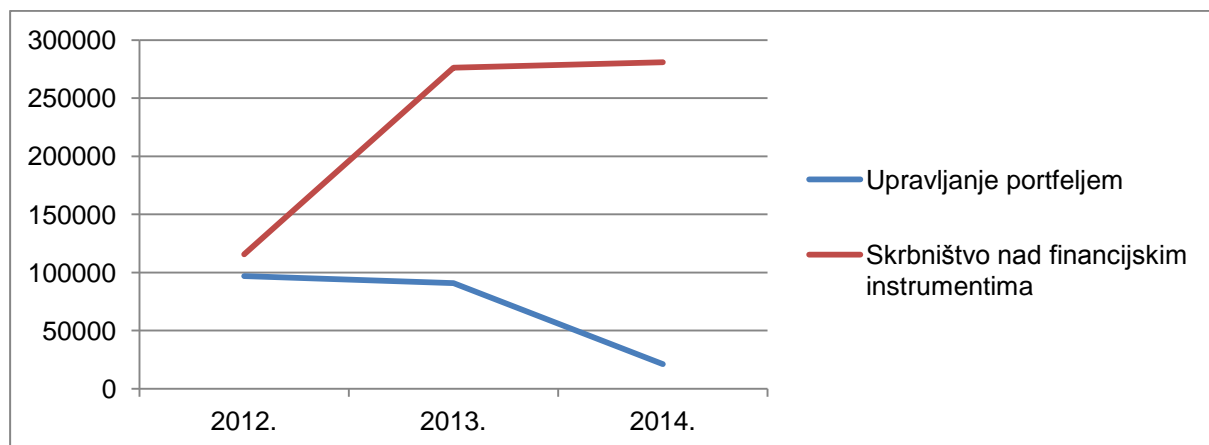
Skrbništvo nad financijskim instrumentima predstavlja širok spektar usluga, a prvenstveno se odnosi na poslove u vezi s pohranom imovine i provedbom namire

transakcija kao i praćenja korporativnih aktivnosti. Kako se tržište kapitala i financijskih instrumenata razvijalo tako se razvijala i ponuda investicijskih društava koje danas klijentu nude velik broj usluga (Hrvatska poštanska banka, 2016.).

"Upravljanje portfeljem je upravljanje koje uključuje jedan ili više financijskih instrumenata, na individualnoj ili diskrecijskoj osnovi, na temelju ovlaštenja klijenta" (Zakon o tržištu kapitala, NN br. 54/13 i 18/15, čl.3 st.14). Kod upravljanja portfeljem sastavni dio čine tim portfolio menadžera, investicijskih savjetnika i financijskih analitičara koji imaju iskustva na tržištu kapitala. Oni imaju zadatak pobrinuti se za formiranje optimalnog portfelja kroz individualizirani pristup s klijentom kojim dobivaju saznanja o preferencijama klijenta i njegovim sklonostima riziku (Agram brokeri, 2016.).

U nastavku slijedi prikaz upravljanja portfeljem i skrbništvo nad financijskim instrumentima za razdoblje od 2012. do 2014. godine.

Grafikon 18. Upravljanje portfeljem i skrbništvo nad financijskim instrumentima za razdoblje od 2012. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2012. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

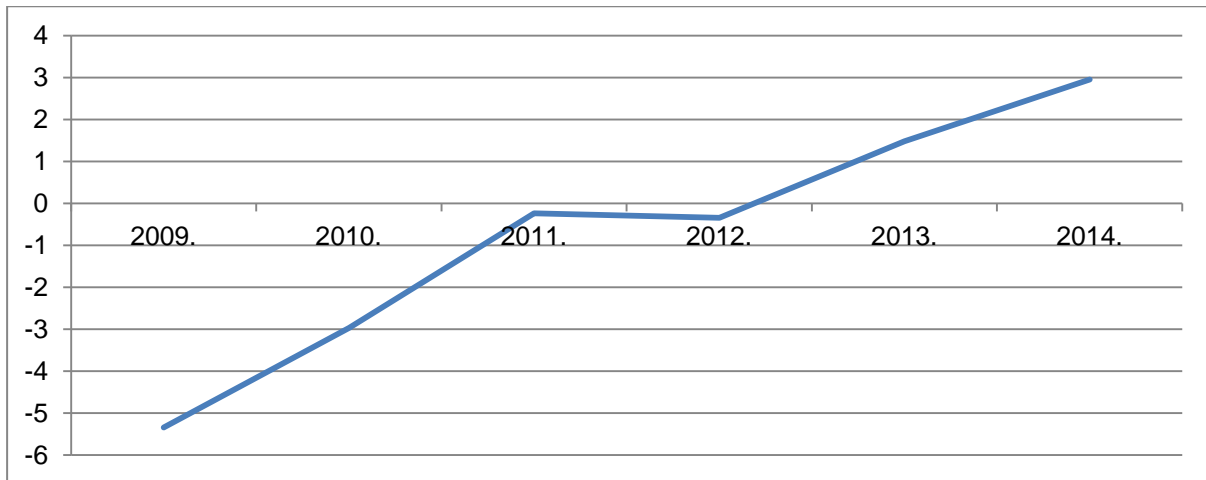
Na Grafikonu 18. je vidljivo da je kod investicijskih društava u Republici Hrvatskoj više zastupljeno skrbništvo nad financijskim instrumentima zbog sve veće potrebe klijenta za pohranom imovine, provedbom namire transakcija kao i praćenja korporativnih aktivnosti. Ono je u 2012. godini iznosilo 115.526.000 kn te ima tendenciju rasta, gdje je u 2013. godini iznosilo 276.300.000kn, te u 2014. godini 280.908.000 kn. Kod upravljanja portfeljem vidi se tendencija pada kroz godine, ono je u 2012. godini iznosilo 97.004.000 kn, u 2013. godini 90.877.000 kn, te u 2014. godini 21.274.000 kn. Kako su investicijska društva prestala pružati neke investicijske usluge i aktivnosti tako su se i interesi klijenata smanjili što je dovelo do smanjenja prihoda od upravljanja portfeljem.

#### **5.4. Profitabilnost imovine i glavnice investicijskih društva**

Profitabilnost imovine (ROA – return on assets) prikazuje koliko je u ovom slučaju investicijsko društvo sposobno korištenjem raspoložive imovine ostvariti dobit. Formula ovog pokazatelja u svojem brojniku ima neto dobit te se dijeli s ukupnom aktivom koja predstavlja nazivnik (Rose, 2013: 153). Profitabilnost glavnice (ROE – return on equity) ukazuje na "mjeru stope povrata koja teče k dioničarima banke. To aproksimira neto beneficije koje su dioničari primili od investiranja svojega kapitala u banku" (Rose, 2013: 158). Oba pokazatelja spadaju u skupinu pokazatelja profitabilnosti kojima se nastoji prikazati sposobnost investicijskog društva da ostvari određenu razinu dobiti u odnosu na prihod, imovinu ili kapital. U nastavku prikazani su grafikoni vezani uz oba navedena pokazatelja.

U nastavku je prikazano kretanje pokazatelja ROA investicijskih društva u razdoblju od 2009. do 2014. godine.

Grafikon 19. Pokazatelj ROA investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine ( u % )

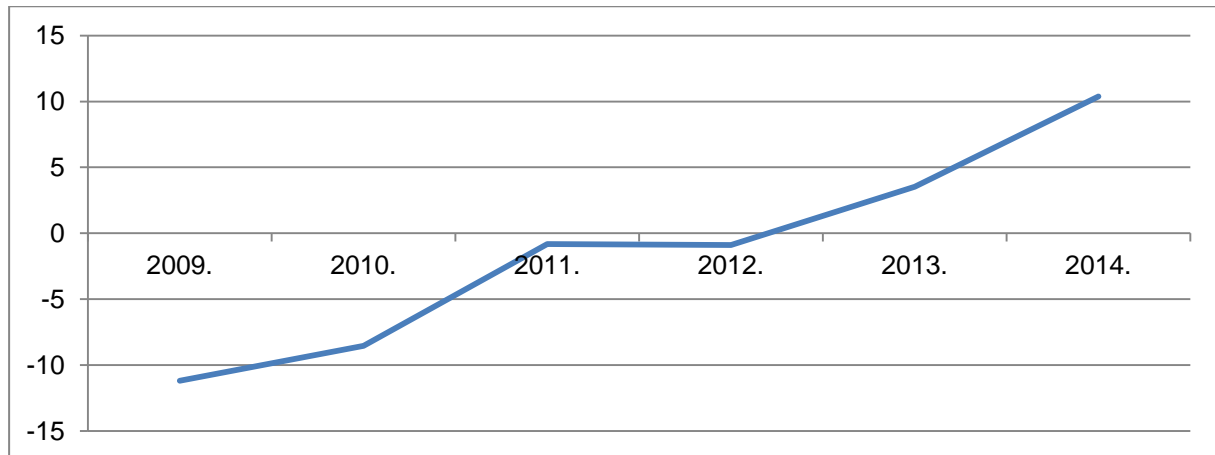


Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prema Grafikonu 19. može se vidjeti da je pokazatelj ROA u 2009. godini iznosio - 5,34% što je ujedno i najniža razina stope profitabilnosti. U 2011. godini pokazatelj ROA iznosi -0,24%. U 2013. godini pokazatelj ROA iznosi 1,48%, a u 2014. godini 2,95%. Promatranjem kretanja pokazatelja ROA u prikazanih šest godina može se vidjeti da je vrijednost ostvarena u 2014. godini najviša. Razlog tome je rast dobiti investicijskih društava uz istodobno usporeni rast aktive koji je utjecao na povećanje pokazatelja ROA.

U nastavku je prikazano kretanje pokazatelja ROE investicijskih društava u razdoblju od 2009. do 2014. godine.

Grafikon 20. Pokazatelj ROE investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine ( u % )



Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2009. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Pokazatelj ROE prema Grafikonu 20. također ima trend rasta kroz razdoblje 2009. – 2014. godine. Ono je u 2009. godini imalo negativan predznak te je iznosio -11,18%, u 2010. godini -8,53%, u 2011. godini -0,81% te u 2012. godini -0,88%. U 2013. godini pokazatelj ROE iznosi 3,54%. Najveća vrijednost pokazatelja ROE je u 2014. godini, a iznosi 10,38% što govori o visoko ostvarenoj dobiti u odnosu na kapital.

## 5.5. Stopa adekvatnost kapitala

"Adekvatnost kapitala je skup izračuna s kojima se definira potreba za kapitalom s obzirom na poslovanje investicijskog društva. Što je pokazatelj veći, to znači da su investicijska društva više otpornije na šokove koji mogu nastati, odnosno, u stanju su pokriti potencijalne gubitke iz vlastitih sredstava" (Gregurek i Vidaković, 2013: 419).

Za nadzor nad adekvatnosti kapitala investicijskih društava nadležna je HANFA. Pod nadzorom misli se i na nadzor nad uspostavljenim procesima upravljanja rizicima kod investicijskih društava. Investicijska društva moraju kontinuirano upravljati rizicima

kojima su izložena u svom poslovanju. Takvi rizici mogu proizaći iz odnosa između investicijskog društva i klijenta, ali i iz drugih poslovnih aktivnosti društva. Odgovornost uprave jest taj da uspostavi učinkovit i djelotvoran sustav financijskog upravljanja i kontrole. Pod upravljanjem rizicima podrazumijeva se utvrđivanje, mjerenje i praćenje rizika, ali i izvještavanje o rizicima. Investicijska društva podložna su operativnom riziku, kreditnom riziku, tržišnim rizicima, ali i riziku likvidnosti (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2013.).

Društvo mora izraditi odgovarajuće politike i postupke njihova prepoznavanja, mjerenja i praćenja tako da uvaži svaku specifičnost pojedinog rizika. Kapital investicijskog društva mora biti dovoljan da bi pokrio sve rizike kojima je investicijsko društvo izloženo u svom poslovanju (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2013.).

U nastavku slijedi prikaz stope adekvatnosti prema pojedinom investicijskom društvu u razdoblju od 2011. do 2013. godine.

Tablica 2. Stopa adekvatnosti kapitala prema pojedinom investicijskom društvu u razdoblju od 2011. godine do 2013. godine (u %)

<b>NAZIV INVESTICIJSKOG DRUŠTVA</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>
<i>AGRAM BROKERI d.d.</i>	7,96	9,08	7,69
<i>AKTIV BROKERI d.o.o.</i>	3,37	2,78	2,15
<i>ANTEA BROKERI d.o.o.</i>	1,58	4,39	3,48
<i>AUCTOR d.o.o.</i>	3,96	4,39	3,24
<i>CREDOS d.o.o.</i>	0,12	4,62	7,82
<i>FIMA VRIJEDNOSNICE d.o.o.</i>	4,35	5,49	4,76
<i>HITA VRIJEDNOSNICE d.d.</i>	2,59	3,84	4,87
<i>INTERKAPITAL VRIJEDNOSNIH PAPIRA d.o.o.</i>	1,74	2,43	3,68
<i>RAST d.o.o.</i>	2,67	5,76	6,53
<i>ABACUS BROKERI d.d.</i>	0,85		
<i>EA SISTEM d.o.o.</i>	5,82		
<i>MOMENTUM BROKERI d.o.o.</i>	2,75	2,72	
<i>UTILIS d.o.o.</i>	3,53		

Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2011. – 2013.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Iz Tablice 2. može se vidjeti stopa adekvatnosti kapitala po pojedinom investicijskom društvu. U 2011. godini dva investicijska društva imaju pokazatelj adekvatnosti kapitala (omjer kapitala i zbroja kapitalnih zahtjeva) manji od minimalnog propisanog koji iznosi 1. U 2012. godini sva investicijska društva imaju iskazanu adekvatnost kapitala veću od minimalno propisane. Za 2013. godinu također sva društva imaju pokazatelj adekvatnosti veći od minimalnog propisanog. U 2011. godini naglasak je bio na operativnom riziku, dok u 2012. i 2013. godini najznačajnijim se pokazao rizik likvidnosti. Zbog smanjenog obujma poslovanja, a time i samih prihoda investicijska društva teže su dolazila do sredstva za pokrivanje obveza. Taj problem primorao ih je traženju dodatnih izvora financiranja. Isto tako kod nekih društava pojavio se problem održavanja kapitala na minimalno propisanoj razini zbog kumuliranih gubitaka kroz godine.



## 6. Zaključak

Ovim radom napravio se pregled tržišta kapitala s naglaskom na investicijska društva. Pomoću tržišta kapitala omogućava se pomoć deficitarnim jedinicama koja dobivaju sredstva od suficitarnih jedinica. Na samom tržištu kapitala djeluje institucionalni okvir koji je zaslužan za nadzor tržišta kapitala. Kroz institucionalni okvir također djeluju i investicijska društva koja svojim poslovanjem omogućuju klijentima ostvarenje prinosa. Investicijska društva prilikom ulaganja u financijske instrumente pružaju investicijsku uslugu savjetovanja. Novo uređenje investicijskih društava i njihovih obveza prema klijentima odraz je novog usklađenja hrvatskog prava s europskim pravom.

Analizom poslovanja koja je napravljena u radu nastoji se prikazati opće stanje investicijskih društava i njihovi prihodi prilikom pružanja investicijske usluge/aktivnosti. S obzirom na to da su podatci prikazani u agregiranom obliku može se vidjeti kako u grafikonima oni iz godine u godinu opadaju. Posljedica pada prihoda, imovine i dobiti jest prestanak poslovanja velikog broja investicijskih društava. Nadalje prikazani su pokazatelji profitabilnosti imovine i glavnice. Promatranjem kretanja pokazatelja ROA i ROE u prikazanih šest godina vidi se da je najviša ostvarena vrijednost bila u 2014. godini. Najviša vrijednost ostvarena je zbog rasta dobiti investicijskih društava uz istodobni usporeni rast aktive i kapitala koji je utjecao na povećanje pokazatelja profitabilnosti. Kada gledamo stopu adekvatnosti kapitala može se reći kako investicijska društva ispunjavaju normu o minimalno propisanom adekvatnom kapitalu koji prelazi 1. S obzirom na to da se radi o agregiranim podacima teško je reći da li investicijska društva zadovoljavaju propisanu stopu adekvatnosti kapitala. Do 2012. godine najznačajniji rizik investicijskih društava bio je operativni rizik koji proizlazi iz gubitaka koji nastaju kod unutarnjih procesa. Od 2013. godine najznačajniji je rizik likvidnosti pomoću kojeg se označava sposobnost prodaje investicijske imovine po očekivanoj cijeni.

Ova analiza pokazuje da se broj investicijskih društava smanjio, međutim to nije spriječilo njihovu uspješnost u poslovanju. Bez obzira na smanjeni broj investicijskih društava ona ostvaruju dobit u 2013. i 2014. godini. Poslovanje investicijskih društava u budućnosti je upitno s obzirom na to da su implementirana nova pravila poslovanja

investicijskih društava putem europskih direktiva. Povećanjem standarda prilikom pružanja investicijskih usluga dovelo je do sve manjeg broja investicijskih društava i sve manje zainteresiranosti pristupnika za dobivanje dozvole za rad brokera/investicijskog savjetnika.

## Literatura

### I. Knjige:

1. FOLEY, J. B. (1998.), *Tržišta kapitala*, 2. izdanje, Zagreb, MATE d.o.o.
2. GRAČAN, T. (2011.), *Tržište kapitala*, Zgombić&Partneri – nakladništvo i informatika d.o.o.
3. GREGUREK, M. i VIDAKOVIĆ, N. (2013.), *Bankarsko poslovanje*, Visoko učilište EFFECTUS, Zagreb
4. KLAČMER ČALOPA, M. i CINGULA, M. (2009.), *Financijske institucije i tržište kapitala*, FOI, Varaždin
5. LEKO, V. (2004.) *Financijske institucije i tržišta I: pomoćni materijali za izučavanje*, Mikrorad i Ekonomski fakultet sveučilišta u Zagrebu, Zagreb
6. LEŠIĆ, Z. i GREGUREK, M. (2014.) *Financijske institucije i tržišta*, Visoka škola za poslovanja i upravljanje s pravom javnosti "Baltazar Adam Krčelić", Zaprešić
7. MISHKIN, F.S. i EAKINS, S. (2005.) *Financijska tržišta + institucije*, 4. izdanje, MATE d.o.o., Zagreb
8. ROSE, P. S. (2003.) *Menadžment komercijalnih banaka*, MATE d.o.o, Zagreb
9. ŽAGER, K. et al. (2008.) *Analiza financijskih izvještaja*. Masmedia, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb

### II. Članci, studije, brošure

1. ČULINOVIĆ HERC, E., (2010.), *Način postupanja investicijskih društava prema klijentima pri obavljanju investicijskih usluga i sporovi zbog povrede tih pravila*, Vol.31 No.1, Pravni fakultet sveučilišta u Rijeci [Online] str. 68. dostupno na: [hrcak.srce.hr/file/81584](http://hrcak.srce.hr/file/81584) [8.11.2016.]
2. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2005.), *Godišnje izvješće*, Zagreb

3. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2006.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
4. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2007.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
5. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2008.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
6. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2009.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
7. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2010.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
8. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2011.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
9. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2012.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
10. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2013.), *Godišnje izvješće*, Zagreb
11. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (2014.), *Godišnje izvješće*, Zagreb

### **III. Zakoni**

1. Narodne novine br. 85/13, čl.2
2. Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja investicijskih društava – NN br. 20/10 i 30/13, čl. 3
3. Pravilnik o uvjetima za stjecanje i provjeru stručnih znanja potrebnih za dobivanje dozvole ili licence za obavljanje poslova brokera i investicijskog savjetnika – NN br. 80/2010
4. Pravilnik o vrsti uvrštenih financijskih instrumenata i vrijednosti transakcija na koje se primjenjuje obveza prijave OTC transakcija burzi – NN 85/13

5. Zakon o kaznenim djelima protiv tržišta kapitala – NN br. 110/97, 27/98, 50/00, 129/00, 51/01, 111/03, 190/03, 105/09, 71/06 i 110/07
6. Zakon o provedbi uredbe o kratkoj prodaji – NN br. 54/2013, čl.12
7. Zakon o računovodstvu – NN 78/15 i 134/15
8. Zakon o tržištu kapitala – NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15
9. Zakon o tržištu vrijednosnih papira – NN 84/02, čl. 36

### **Ostala online literatura**

1. Agram brokeri (2016.) – *Upravljanje portfeljem* [Online] dostupno na: <http://www.agram-brokeri.hr/default.aspx?id=67> [8.11.2016.]
2. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2016.) - *O nama* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/nav/58/o-nama.html> [18.08.2016.]
3. Hrvatska narodna banka (2016.) - *O nama* [Online] dostupno na: <http://www.hnb.hr/o-nama> [17.08.2016.]
4. Hrvatska poštanska banka (2016.) – *Skrbnništvo* [Online] dostupno na: <https://www.hpb.hr/financijska-trzista/skrbnistvo>, [3.10.2016.]
5. Središnje klirinško depozitarno društvo (2016.) – *O SKDD-u* [Online] dostupno na: <http://www.skdd.hr/portal/f?p=100:7:0::NO> [17.08.2016.]
6. Zagrebačka burza (2016.) – *O Burzi* [Online] dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=64271> [17.08.2016.]
7. Zagrebačka burza (2016.) – *O OTC-u* [Online] dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=36793> [17.08.2010.]

## Popis grafikona

Grafikon 1. Vlasnička struktura Središnjeg klirinškog depozitnog društva .....	15
Grafikon 2. Broj investicijskih društva koja imaju sjedište u državama članicama, a mogu neposredno pružati i obavljati investicijsku uslugu i aktivnost u Republici Hrvatskoj za 2013. godinu .....	19
Grafikon 3. Ukupni prihodi pravnih osoba ovlaštenih za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijske aktivnosti u razdoblju od 2012. godine do 2014. godine (u tisućama kn) .....	24
Grafikon 4. Broj kandidata koji su pristupili ispitu za dobivanje odobrenja za rad brokera i investicijskog savjetnika u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine .....	28
Grafikon 5. Izdavanje dozvola za rad brokera i investicijskih savjetnika za razdoblje od 2005. godine do 2014. godine .....	29
Grafikon 6. Oduzimanje dozvola za rad brokera i investicijskih savjetnika za razdoblje od 2005. godine do 2014. godine .....	30
Grafikon 7. Broj aktivnih investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine.....	32
Grafikon 8. Ukupna aktiva investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	34
Grafikon 9. Ukupna dobit/gubitak investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	35
Grafikon 10. Prihodi od provizije i naknada investicijskih društava za razdoblje od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna).....	36
Grafikon 11. Prihod od zaprimanja i prijenosa naloga i prihod od izvršenja naloga za račun klijenta u razdoblju od 2009. do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	37
Grafikon 12. Prihodi od upravljanja portfeljem u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	38
Grafikon 13. Prihod od usluga ili aktivnosti provedbom ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa za razdoblje od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	39
Grafikon 14. Prihod od investicijskog savjetovanja za razdoblje od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	40

Grafikon 15. Prihodi od pohrane i administriranja financijskih instrumenta za račun klijenta i skrbništva za razdoblje od 2011. godine do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	41
Grafikon 16. Prihodi koji omogućuju ulagatelju zaključavanje transakcije u razdoblju od 2011. godine do 2014. godine (u tisućama kuna).....	42
Grafikon 17. Prihod od savjetovanja o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima za razdoblje od 2011. godine do 2014. godine ( u tisućama kuna) .....	43
Grafikon 18. Upravljanje portfeljem i skrbništvo nad financijskim instrumentima za razdoblje od 2012. godine do 2014. godine (u tisućama kuna) .....	44
Grafikon 19. Pokazatelj ROA investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine ( u % ) .....	46
Grafikon 20. Pokazatelj ROE investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine ( u % ) .....	47

## **Popis tablica**

Tablica 1. Fiksni model naplate naknade korištenja OTC servisa .....	9
Tablica 2. Stopa adekvatnosti kapitala prema pojedinom investicijskom društvu u razdoblju od 2011. godine do 2013. godine (u %) .....	49

**Sara Kmet**

## **Sažetak**

### **Analiza poslovanja investicijskih društava u Republici Hrvatskoj**

Prema Zakonu o tržištu kapitala (NN br. 54/13 i 18/15, čl.3) investicijsko društvo u Republici Hrvatskoj je "pravna osoba čija je redovita djelatnost pružanje jedne ili više investicijskih usluga trećima i/ili obavljanje jedne ili više investicijskih aktivnosti na profesionalnoj osnovi."

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga nadzire organizacijske uvjete, strategije, politike i postupke koje investicijsko društvo ima uspostavljeno u svojim odredbama poslovanja. Investicijsko društvo obuhvaća osnovne usluge i aktivnosti, ali isto tako i pomoćne. Broj usluga i aktivnosti se značajno povećao s obzirom na to da je u sam sustav implementirana Direktiva o tržištima financijskih instrumenata. Provedena analiza poslovanja investicijskih društava u Republici Hrvatskoj pokazala je da broj investicijskih društava pada što je dovelo do pada prihoda s osnove pružanja investicijskih usluga i obavljanja investicijskih aktivnosti. Povećanjem dobiti u 2013. i 2014. godini dovelo je do povećanja profitabilnosti investicijskih društava. Investicijska društva u Republici Hrvatskoj izložena su operativnom riziku (gubitak nastao zbog neprimjerenosti organizacijskih, kadrovskih ili tehničkih uvjeta), kreditnom rizik (neispunjenje novčane obveze prema investicijskom društvu) te tržišnom riziku.

Ova analiza pokazuje da se broj investicijskih društava smanjio, međutim to nije spriječilo njihovu uspješnost u poslovanju. Poslovanje investicijskih društava u budućnosti je upitno s obzirom na to da su implementirana nova pravila poslovanja investicijskih društava putem europskih direktiva.

**Ključne riječi:** investicijsko društvo, investicijske usluge/aktivnosti, broker, investicijski savjetnik.



**Sara Kmet**

## **Summary**

### **Business analysis of investment companies in Croatia**

According to the Law on Capital Market in the Republic of Croatia (NN br. 54/13 i 18/15, art. 3) an investment company can be defined as „a legal entity who provides one or more investment services to third parties and/or performs one or more investment activities on a professional basis.“

Croatian Agency for Supervision of Financial Services monitors all requirements, strategies, policies and procedures that an investment company has established in its business. Investment companies cover basic and auxiliary services and activities. The number of services and activities has significantly increased due to the fact that the system itself implemented the markets in financial instruments Directive. The analysis conducted over the business of the investment companies shows that the number of investment companies in the Republic of Croatia is decreasing. The following led to revenue fall from investment services and investment activities. The increase in profit in 2013 and 2014 led to increased profitability of investment companies. Investment companies in the Republic of Croatia are exposed to operational risk (loss from the inadequacy of organizational, personnel and technical requirements), credit risk (non-fulfillment of financial obligations to the investment company) and market risk.

The analysis in this paper shows that the number of investment companies declined, however it did not stop their successful business. The overall business for the investment companies in the future is questionable due to the fact that there have been implementations of the new rules for investment companies through European union directives.

**Key words:** investment company, investment services/activities, broker, investment advisor.

## Prilozi

Prilog 1. Izvještaj o financijskom položaju investicijskih društava u razdoblju od 2008. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)

	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>	<b>2014.</b>
Nematerijalna, materijalna imovina i dugotrajna ulaganja	61.662	63.302	62.020	46.891	44.219	44.025	8.896
Novčana sredstva i potraživanja	123.429	95.508	78.035	125.709	117.241	140.948	25.501
Financijska imovina	2.043.746	204.035	289.920	302.126	153.530	81.362	71.430
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>2.228.836</b>	<b>362.845</b>	<b>429.975</b>	<b>474.726</b>	<b>314.991</b>	<b>266.334</b>	<b>105.827</b>
Kapital i rezerve	1.536.205	173.324	149.454	140.500	121.807	111.337	30.109
Obveze	692.631	189.521	280.521	334.226	193.184	154.997	75.718
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>2.228.836</b>	<b>362.845</b>	<b>429.975</b>	<b>474.726</b>	<b>314.991</b>	<b>266.334</b>	<b>105.827</b>

Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2008. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>

Prilog 2. Izvještaj o dobiti investicijskih društava u razdoblju od 2009. godine do 2014. godine (u tisućama kuna)

	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>	<b>2014.</b>
Neto prihodi/rashodi od provizije i naknada	39777	28470	27878	16088	17299	15958
Neto realizirani i nerealizirani dobiti/gubitci financijske imovine	1279	8907	8558	11087	5436	479
Neto prihodi/rashodi od kamata	784	2119	-3649	-3082	1475	1975
Neto tečajne razlike	-184	-2031	-3498	435	822	559
Ukupni ostali prihodi	23935	7812	8642	1945	2884	685
Ukupni ostali rashodi	84966	57211	38198	27080	23579	15839
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>125135</b>	<b>88728</b>	<b>91228</b>	<b>55688</b>	<b>54361</b>	<b>29949</b>
<b>Ukupni rashodi</b>	<b>145008</b>	<b>102065</b>	<b>91495</b>	<b>56295</b>	<b>50023</b>	<b>26133</b>
<i>Dobit/gubitak prije oporezivanja</i>	-19873	-13337	-267	-607	4338	3816
<i>Porez na dobit</i>	-494	-579	877	476	395	690
<b>Dobit/gubitak</b>	<b>-19379</b>	<b>-12758</b>	<b>-1144</b>	<b>-1083</b>	<b>3943</b>	<b>3126</b>

Izvor: Izrada autorice prema: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, *Publikacije – godišnja izvješća (2008. – 2014.)* [Online] dostupno na: <http://www.hanfa.hr/HR/nav/109/godisnje-izvjesce.html>